



UNIVERSITETET I AGDER

Verdsettelse av Golden Ocean Group Ltd.

Christian H. Svendsen

Veileder

Leif Atle Beisland

Masteroppgaven er gjennomført som ledd i utdanningen ved Universitetet i Agder og er godkjent som del av denne utdanningen. Denne godkjenningen innebærer ikke at universitetet inntår for de metoder som er anvendt og de konklusjoner som er trukket.

Universitetet i Agder, 2013

Fakultet for økonomi og samfunnsvitenskap

Institutt for økonomi

Forord

Denne masteroppgaven er den avsluttende delen av masterstudiet i økonomi og administrasjon ved Universitetet i Agder.

Valg av tema ble gjort med bakgrunn i min faglige hovedprofil som er finansiell økonomi, samt min interesse for investering. Å skrive en verdsettelsesoppgave ville gi meg muligheten til å anvende teorien på et reelt selskap, og samtidig gi meg muligheten til å bygge en finansiell verktøykasse som vil gi meg gleder senere i livet. Verdsettelse er trossalt i hjertet av enhver investeringsbeslutning (Damodaran, 2002).

Jeg valgte å skrive om nettopp Golden Ocean av flere grunner. Grensesnittet mellom finansiell økonomi og shipping har alltid interessert meg. Shipping er noe av det nærmeste man kommer et fritt marked, noe som til tider betyr ekstrem volatilitet og særegne markedsmekanismer. Anvendelsen av finansiell teori i dette markedet stiller strenge krav til forståelse, men samtidig spennende da man får syretestet modellene. Videre ønsket jeg å skrive om et selskap som ikke var blitt gjort før, samt et selskap som har en investorvennlig profil når det gjelder publisering av informasjon.

Arbeidet med denne oppgaven har vært tidkrevende, omfattende, slitsomt og utfordrende. Moralen har svingt som en pendel mellom en følelse av total håpløshet, til en følelse av forståelse og mestring. Det har vært en lang og lærerik prosess.

Kristiansand, mai 2013

Christian H. Svendsen

Sammendrag

Denne oppgaven og den tilhørende fundamentale verdsettelsen vil i sin helhet være basert på offentlig tilgjengelig informasjon. All regnskapsinformasjon vil være hentet fra de respektive selskapenes reviderte årsregnskap, tilgjengelig på deres hjemmesider.

Første kapittel presenterer generell informasjon om Golden Ocean og deres forretningsområde. Dette er for å skape en grunnleggende forståelse og kjennskap til selskapet.

Andre kapittel omhandler verdsettelsesteori, hvor de forskjellige metodene beskrives med sine fordeler og ulemper. Tilslutt velger jeg verdsettelsesmetode og argumenterer for mitt valg.

Tredje kapittel er en strategisk analyse som tar sikte på å kvalitativt analysere og identifisere selskapets styrker, svakheter, muligheter og trusler.

Fjerde kapittel er en regnskapsanalyse, som er en kvantitativ analyse av selskapets finansielle prestasjoner. Her reformuleres regnskapsoppstillingene for klargjøring til estimering av fremtidsregnskapet. Videre vil det bli foretatt en analyse av selskapets vekst, lønnsomhet, likviditet og soliditet.

Femte kapittel er utarbeidelse av et avkastningskrav for både egenkapitalen og totalkapitalen.

Sjette kapittel er estimering av fremtidsregnskap, hvor det basert på fundamentale faktorer gjøres antakelser om fremtidig vekst i relevante regnskapsposter.

Syvende kapittel er selve verdsettelsen, hvor de estimerte kontantstrømmene fra fremtidsregnskapet neddiskonteres til en nåverdi basert på avkastningskravet.

Åttende kapittel er en sensitivitetsanalyse, som tar sikte på å identifisere hvor mye verdiestimatet endres for endringer i vekstestimatene og avkastningskravet.

Niende kapittel er en supplerende relativ verdsettelse som verdsetter Golden Ocean gjennom nøkkeltall basert på sammenlignbare selskap. Denne delen vil også gi verdifull informasjon om hvordan markedet er priset generelt, og hvilke forventninger markedet har til fremtiden.

Tiende kapittel gis det en handlingsstrategi basert på verdiestimatet.

Basert på den driftsrelaterte superprofitt modellen (ReOI) og mine konservative vekstestimater, kom jeg frem til et verdiestimat på NOK 6,66 per aksje. 25.05.2013 omsettes aksjen til NOK 6,10 på Oslo Børs med en stigende trend. Det anbefales kjøp av aksjen.

Innholdsfortegnelse

Forord	3
Sammendrag	4
Innholdsfortegnelse	5
Figurliste	7
Tabelliste	8
1. Golden Ocean Group Limited	9
1.1 Historie	9
1.2 Organisasjonen	10
1.3 Flåteoversikt	12
1.4 Markedsoversikt	13
1.5 Risikofaktorer	14
2. Verdsettelsesteori	15
2.1 Fundamental verdsettelse	15
2.2 Eiendelsbasert verdsettelse	17
2.3 Relativ verdsettelse	18
2.4 Opsjonsbasert verdsettelse	19
2.5 Valg av verdsettelsesmetode	20
3 Strategisk analyse	22
3.1 Ekstern analyse.....	22
3.2 Intern analyse	30
3.3 Strategisk sammendrag: SWOT-analyse.....	32
4. Regnskapsanalyse	33
4.1 Reformulering av egenkapitalen	33
4.2 Reformulering av balansen	34
4.3 Reformulering av resultatregnskapet.....	35
4.4 Reformulering av kontantstrømoppstillingen	37
4.5 Lønnsomhetsanalyse	38
4.6 Vekstanalyse.....	42
4.7 Risikoanalyse	46
5 Avkastningskrav	48
5.1 Avkastningskrav på egenkapitalen	48
5.2 Gjeldskostnad	50
5.3 Avkastningskrav på totalkapitalen	50
6 Fremtidsregnskap	51
6.1 Estimering av kjernedriftsregnskap	51
6.2 Estimering av netto operasjonelle eiendeler	55
7 Verdsettelse	58
7.1 Den driftsrelaterte superprofittmodellen	58
7.2 Horisontverdien	58
7.3 Verdsettelse av Golden Ocean Group Ltd.	60
8 Sensitivitetsanalyse	61
8.1 Vekst i kjernedriftsinntekter og varige driftsmidler	61
8.2 Avkastningskravet	62
9 Relativ verdsettelse	63
10 Handlingsstrategi	65
Referanseliste	66
Artikler	66
Bøker	66
Nettsider.....	67
Årsrapporter	68

Vedlegg.....	69
Vedlegg 1: Golden Oceans årsregnskap 2008-2012.....	69
Vedlegg 2: Månedssavkastning og regresjon	73
Vedlegg 3: Fremtidsregnskap og verdsettelse	75

Figurliste

Figur 1: Konsernstruktur (Golden Ocean)	10
Figur 2: Største import og eksport regioner av tørrbulk (Golden Ocean)	13
Figur 3: Verdsettelsesprosessen (Penman, 2010)	16
Figur 4: Modell for økonomisk vekst (Thoresen, 2006)	23
Figur 5: Gjeldsutvikling i verden (Kilde: UnctadStat).....	23
Figur 6: Global utvikling BNP (Kilde: UnctadStat).....	24
Figur 7: Utvikling i andel BNP 1992 og 2011 (Kilde: UnctadStat)	25
Figur 8: Global befolkningsutvikling 1980-2020 (Kilde: UnctadStat)	26
Figur 9: Prosentandel sysselsatt 1980-2020 (Kilde: UnctadStat)	26
Figur 10: Verdens primære energikilder 1973 og 2010 (Kilde: UnctadStat)	27
Figur 11: Konkurransanalysen - Porters fem krefter (Kilde: Porter, 1980)	28
Figur 12: Sammendrag VRIO-analysen (Kilde: Løwendahl og Wenstøp, 2006)	31
Figur 13: Sammendrag SWOT-analyse (Kilde: Løwendahl og Wenstøp, 2006).....	32
Figur 14: Komponenter av lønnsomheten (Kilde: Penman, 2010).....	38

Tabelliste

Tabell 1: Styrets sammensetning (Golden Ocean)	10
Tabell 2: Ledelsen (Golden Ocean)	11
Tabell 3: Største eiere (Fondsfinans Research)	11
Tabell 4: Flåteoversikt (Golden Ocean, 2012)	12
Tabell 5: Reformulering av egenkapitalen	33
Tabell 6: Reformulering av balansen	34
Tabell 7: Reformulering av resultatregnskapet	35
Tabell 8: Reformulering av kontantstrømoppstillingen	37
Tabell 9: Lønnsomhetsanalysen	39
Tabell 10: Kjernedriftsregnskap	42
Tabell 11: Vekstanalyse	44
Tabell 12: Risikoanalyse	46
Tabell 13: Utvikling kjernedriftsinntekter og tørrbulkrater 2008-2012	51
Tabell 14: Utvikling tørrbulkrater 2012 (Kilde: RS Platou Shipbrokers)	52
Tabell 15: Estimert utvikling kjernedriftsinntekter 2013-2015	52
Tabell 16: Utvikling kjernedriftskostnader 2008-2012	53
Tabell 17: Korrelasjon kostnader og inntekter 2008-2012	53
Tabell 18: Utvikling i bunker oljepris 2008-2012 (Kilde: RS Platou Shipbrokers)	53
Tabell 19: Oljefutures 2012-2015 (Kilde: Yahoo! Finance)	54
Tabell 20: Utvikling skatt 2008-2012	54
Tabell 21: Estimert fremtidig kjernedriftsregnskap 2012-2015	55
Tabell 22: Utvikling i operasjonelle eiendeler 2008-2012	55
Tabell 23: Estimert fremtidig vekst i operasjonelle eiendeler 2013-2015	56
Tabell 24: Utvikling operasjonell gjeld 2008-2012	56
Tabell 25: Estimert fremtidig vekst i operasjonell gjeld 2013-2015	57
Tabell 26: Estimert fremtidige netto operasjonelle eiendeler 2012-2015	57
Tabell 27: Verdsettelse av Golden Ocean	60
Tabell 28: Sensitivitetsanalyse av nøkkeltall	61
Tabell 29: Sensitivitetsanalyse av avkastningskravet	62
Tabell 30: Relativ verdsettelse	63

1. Golden Ocean Group Limited

Golden Ocean Group Limited (heretter Golden Ocean) er et internasjonalt tørrbulk rederi basert i Hamilton, Bermuda. Selskapets hovedfokus er på Capesize og Panamax segmentene, hvor de disponerer en flåte på 21 fartøy. De har vært børsnotert ved Oslo Børs siden 2004, hvor John Fredriksen selskapet Hemen Holding Ltd. er største eier. Selskapet har 16 ansatte fordelt på datterselskapene i Oslo og Singapore, og hadde en omsetning på \$229,8 millioner i 2012.

1.1 Historie

Bakgrunn 1985-2003

Frontline AB var et svensk rederi etablert i 1985, hvor Hemen Holding Ltd. ble største eier i 1996. Ett år senere på generalforsamlingen ble det vedtatt at Frontline AB skulle endre foretaksregistreringen til Bermuda, og aksjene skulle noteres på Oslo Børs. Gjennom oppkjøp av andre rederier og fartøy, vokste Frontline Ltd. de neste årene til å bli en av verdens største aktører innen sjøtransport av råolje (Frontline Ltd).

Planer om rendyrking 2004

I 2004 meddelte daværende finansdirektør i Frontline Ltd. Tom E. Jebsen på en pressekonferanse at styret, med John Fredriksen og Tor Olav Trøim i spissen, ønsket å forfølge en strategi om rendyrking. Dette innebar å fisjonere ut Frontlines bulkskip til et nytt selvstendig rederi, hvor hovedfokus skulle være på tørrbulkmarkedet (na24).

Etablering og børsnotering 2004-2005

Golden Ocean Group Ltd. ble skilt ut som eget rederi fra Frontline Ltd. sent i 2004, og notert ved Oslo Børs på nyåret 2005. Selv om selskapet kun startet med to Capesize skip og et fåtalls nybyggingskontrakter, bygget de opp et aggressivt rederi etter samme modell som Frontline. Dette innebar opprettelsen av det heleide datterselskapet Golden Ocean Management AS, som foretar alt det operasjonelle i konsernet. Videre ble Golden Ocean Management Asia Pte Ltd. opprettet i Singapore av strategiske årsaker (Golden Ocean).

Vekst 2005-2007

Gjennom utstedelse av aksjer og konvertible obligasjoner, hentet selskapet inn nødvendig finansiering til å starte et offensivt nybyggingsprogram. Høye fraktrater på både kortsiktige og langsiktige timecharterkontrakter, gjorde at selskapet opplevde sterk vekst og etablerte seg som en stor aktør innen Capesize og Panamax segmentene (Golden Ocean).

Likviditetsproblemer 2008-2009

Fallende fraktrater fra høsten 2008 og inn i 2009, satte mange av aktørene i shippingbransjen under stort press. Golden Ocean fikk først problemer da flere av deres kontraktsmotparter ikke lenger var i stand til å innfri sine forpliktelser. Dette satte selskapet i likviditetsproblemer, og de fikk et behov for umiddelbar kapitaltilførsel. Sammen med eierne ble det satt i gang en restrukturering for å styrke balansen, hvor hovedaksjonær Hemen Holding Ltd. kjøpte 2/3 av selskapets utestående obligasjonsgjeld for å lette gjeldsbyrden. Kontraktsbetingelser knyttet til nybygg ble reforhandlet med skipsverft slik at Golden Ocean enten fikk utsatt eller redusert sine økonomiske forpliktelser. Tilsvarende ble det fremforhandlet bedre vilkår med bankforbindelsene i form av økt tilbakebetalingstid, økte kredittrammer, avdragsfrihet og/eller reduserte renter. For å styrke selskapets egenkapital ble det utstedt nye aksjer i april 2009, og som et tilsynelatende symbol på en vellykket restrukturering, var emisjonen betydelig overtegnet.

Restruktureringstiltakene ved at hovedaksjonær kjøpte en stor del av obligasjonsgjelden, bedre avtalevilkår hos leverandørene og nyinnhentet egenkapital, kombinert med diversifiserte ordrebøker og en moderne flåte, gjorde at likviditetsproblemene nå ble ansett som over. Videre satt dette selskapet i en sterk finansiell posisjon til å kunne utnytte fremtidige muligheter (Golden Ocean).

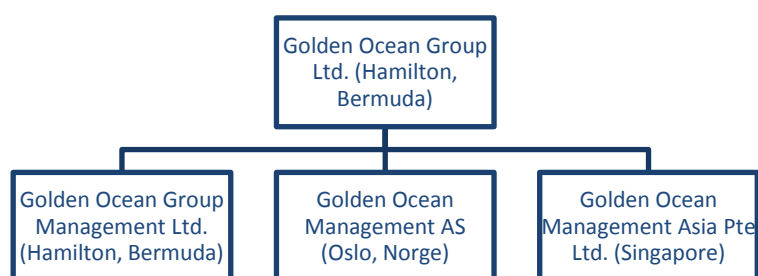
Dagens selskap 2010-d.d.

I mars 2010 ble selskapet tilleggsnotert ved Singapore Stock Exchange grunnet deres sterke operasjonelle tilstedeværelse i regionen. Dette ble ansett som et viktig steg i Golden Oceans vekststrategi da dette muliggjør viktig finansiering gjennom det lokale kapitalmarkedet. Videre har selskapet fortsatt sitt omfattende nybyggingsprogram av fartøy innen Capesize og Panamax segmentet, og opprettholder da ønsket om en voksende og moderne flåte. Den sterke kontantbeholdningen etter restruktureringsprosessen har gjort at selskapet har sikret seg eierandeler i andre selskaper, deriblant Knightsbridge Tankers Ltd., på tross av historisk sett lave fraktrater (Golden Ocean).

1.2 Organisasjonen

1.2.1 Konsernstruktur

Golden Ocean er som tidligere nevnt bygget opp etter samme struktur som Frontline. Morselskapet som eier skipene er lokalisert i Bermuda, men benytter datterselskapene som underleverandører av administrerings- og kontraheringstjenester. Teknisk drift og bemanning av fartøyene er outsourcet til andre selskaper. Konsernet er organisert på følgende måte:



Figur 1: Konsernstruktur (Golden Ocean)

1.2.2 Styret og ledelsen

Styreleder	John Fredriksen
Nestleder	Tor Olav Trøim
Styremedlem	Kate Blankenship
Styremedlem	Hans Chr. Børresen
Styremedlem	Cecilie Fredriksen

Tabell 1: Styrets sammensetning (Golden Ocean)

Fredriksen (68) er styreleder og største eier av Golden Ocean. Gjennom sitt eierskap i en rekke selskaper har han innehatt utallige sentrale posisjoner. Av selskaper kan nevnes; Seatankers Management, Frontline, Golar LNG, Seadrill, Ship Finance, Deep Sea Supply, Northern Offshore og Marine Harvest.

Nestleder Trøim (49) er partner og har også hatt utallige sentrale posisjoner i Fredriksen kontrollerte selskap. Han har en bakgrunn som porteføljeforvalter i Storebrand, og har tidligere vært CEO i Aktiv Kapital, Knightsbridge Tankers og DNO.

Styremedlem Blankenship (47) har innehatt direktørstillinger i Frontline, Golar LNG, Ship Finance og Seadrill.

Styremedlem Børresen (62) er administrerende direktør i Ring Eiendomsmegling, har bakgrunn fra skipsmegling i Fearnleys og Grieg Shipbrokers, og har tidligere vært direktør i Western Bulk.

Styremedlem Cecilie Fredriksen (28) er datter av John Fredriksen, er ansatt i Frontline Management og har hatt direktørstilling i Aktiv Kapital.

Chief Executive Officer (CEO)	Herman Billung
Chief Financial Officer (CFO)	Birgitte Ringstad Vartdal

Tabell 2: Ledelsen (Golden Ocean)

Billung (54) har vært CEO i Golden Ocean siden 2005, og har tidligere vært administrerende direktør i Torvald Klaveness Gruppen og Frapaco Shipping Ltd.

Ringstad Vartdal (36) har vært CFO i Golden Ocean siden 2010, og har tidligere hatt diverse sentrale posisjoner i Torvald Klaveness Gruppen og Norsk Hydro.

1.2.3 Største eiere

Som nevnt tidligere er John Fredriksen kontrollerte Hemen Holding største eier. Andre eiere fremkommer i tabellen:

Aksjonær	Prosentandel
Hemen Holding Limited	40,2%
Farahead Investments	15,3%
Clearstream Banking	6,5%
Deutsche Bank	5,8%
ONS Finans	2,0%
Swedbank	1,1%
Øvrige	29,1%

Tabell 3: Største eiere (Fondsfinans Research)

1.3 Flåteoversikt

Skipene deles gjerne inn i kategorier basert på sin lasteevne, målt i dødvektstonn (DWT). Kategoriene er Capesize (over 100 000dwt), Panamax (60-100 000dwt), Supramax (50-60 000dwt) og Handysize (10 – 50 000dwt). Golden Ocean har, som tidligere nevnt, fokus på de største segmentene Capesize og Panamax.

Fartøy eid	Bygget	DWT
Channel Alliance	1996	171978
Channel Navigator	1997	172058
Golden Saguenay	2008	75500
Golden Opportunity	2008	75500
Golden Ice	2008	75845
Golden Feng	2009	170500
Golden Strength	2009	75745
Golden Shui	2009	170500
Golden Beijing	2010	176000
Golden Eminence	2010	79447
Golden Empress	2010	79600
Golden Endeavour	2010	79600
Golden Endurer	2011	79600
Golden Enterprise	2011	79471
Golden Zhoushan	2011	175834
Golden Suek	2011	74500
Golden Bull	2012	74500

Fartøy under leie	Bygget	DWT
Golden Lyderhorn	1999	74242
Golden Minerva	2007	75698
Golden Heiwa	2007	76662
Golden Eclipse	2010	79600

Tabell 4: Flåteoversikt (Golden Ocean, 2012)

1.4 Markedsoversikt

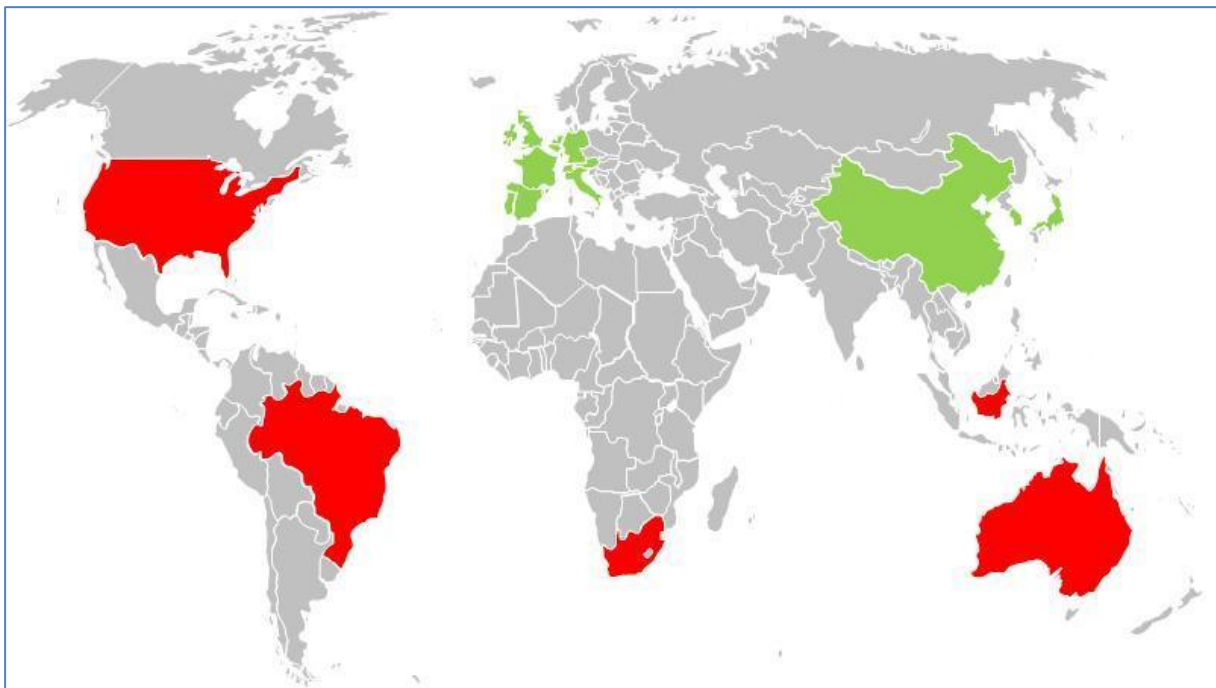
1.4.1 Generelt

Tørrbulk brukes som en samlebetegnelse på homogen last som fraktes løst og i stort volum. Lasten har en fysisk karakter som gjør at den lett kan håndteres og transporteres ved hjelp av tyngdekraft (Stopford, 2009). Eksempler kan være korn, kull, sement, jernmalm, soyabønner og noen ganger gjødsel.

1.4.2 Geografisk oversikt

De største eksportørene av tørrbulk er land med store naturressurser eller jordbruksområder. Disse landene er Brasil, USA, Sør-Afrika, Australia og Indonesia, merket på figuren i rødt.

De største importørene av tørrbulk er regioner med betydelig industriproduksjon og en relativ mangel på råvarer. Viktigste regioner er Vest-Europa og de største økonomiene i Asia, merket i figuren med grønt.



Figur 2: Største import og eksport regioner av tørrbulk (Golden Ocean)

1.4.3 Etterspørsel

De største råvaregruppene innen tørrbulk er kull, jernmalm og diverse kornsorter. Kull benyttes til energiproduksjon, jernmalm benyttes i industriell produksjon, og korn benyttes til produksjon av matvarer og dyrefôr. Etterspørselen etter sjøtransport av tørrbulk avhenger i stor grad av den økonomiske aktiviteten på verdensbasis. Den totale etterspørselen måles som en funksjon av volum og avstand, og har av engelsk fått betegnelsen *ton-mile*.

1.4.4 Tilbud

Tilbudssiden er den totale summen av antall skip og deres lasteevne (dødvektstonn). En spesiell egenskap ved shippingbransjen er at tilbudet på kort sikt er uelastisk for en gitt mengde etterspørsel. Dette skyldes at nybygg som regel tar 2-3år før de er leveringsklare, og fører dermed til en "lagg" i tilbudet. Som et resultat av dette er det ofte underskudd eller overskudd av kapasitet, og gjør dermed shipping til en syklisk bransje på kort sikt (Stopford, 2009).

1.5 Risikofaktorer

1.5.1 Markedsrisiko

Golden Ocean opererer i et globalt marked med mange aktører og spredd eierskap, og er dermed utsatt for markedsrisiko. På etterspørselssiden er det usikkerhet knyttet til den fremtidige veksten i verdensøkonomien og det tilhørende behovet for sjøtransport. På tilbudssiden bidrar leveringstid og den lange levetiden på skipene til over- eller underkapasitet. Markedet er også et verdensmarked, noe som gjør at det også er geopolitisk risiko knyttet til enkelte regioner/land.

1.5.2 Operasjonell risiko

Selskapet er også utsatt for risiko i forbindelse med bygging, drift, reparasjoner og service på skipene. Videre vil det være risiko forbundet med motpartenes kontraktsoppfyllelse, spesielt på lange kontrakter i perioder med nedgang eller lite vekst. Golden Ocean har også basert den operasjonelle driften på et fåtall nøkkelpersoner, og vil da være utsatt for risiko knyttet til å holde på nøkkelpersonell.

1.5.3 Finansiell risiko

Shippingbransjen generelt er dominert av US. Dollar, men grunnet Golden Oceans tilstedeværelse i blant annet Norge, vil selskapet være eksponert mot svingninger i valutakurser. Endringer i rentenivået vil på kort sikt endre gjeldskostnaden, men samtidig påvirke selskapets mulighet for gjeldsfinansiering. På lengre sikt vil endrede rentenivå kunne virke inn på den økonomiske aktiviteten, og dermed påvirke etterspørselen etter sjøtransport av råvarer. Det vil på lik linje med andre internasjonale bransjer være risiko knyttet til investeringer og endrede skatteforhold.

2. Verdsettelsesteori

2.1 Fundamental verdsettelse (Discounted Cash-flow Models)

Metoden

En fundamental verdsettelse innebærer å analysere informasjon, estimere fremtidige kontantstrømmer og diskontere disse med et avkastningskrav som gjenspeiler risikoen. Metoden er basert på nåverdiprinsippet, som betyr at verdien av en eiendel er lik den neddiskonterte fremtidige kontantstrømmen den produserer (Damodaran 2002; Penman 2010).

Det er tre innfallsvinkler som kan benyttes i fundamental analyse, og vil ifølge Damodaran (2002) gi konsistente estimater når de er basert på de samme forutsetningene.

- **Verdsettelse av EK/Egenkapitalmetoden**

Denne metoden verdsetter egenkapitalen direkte ved å diskontere forventede fremtidige kontantstrømmer til egenkapitalen. Diskonteringsrenten er avkastningskravet til egenkapitalen (Damodaran 2002).

- **Verdsettelse av TK/ Totalkapitalmetoden**

Her verdsettes totalkapitalen ved å diskontere forventede fremtidige kontantstrømmer til selskapet. Kontantstrømmene diskonteres ved den vektete gjennomsnittlige kapitalkostnaden (WACC), som er avkastningskravet til gjeld og egenkapital vektet gjennom sin markedsverdi (Damodaran 2002).

- **APV/Justert nåverdi (adjusted present value)**

Justert nåverdi verdsetter selskapet som om det kun var finansiert gjennom egenkapital. Deretter legger man til/trekker fra nåverdien av skattefordelen og den forventede risikokostnaden for gjelden. Risikokostnaden for gjelden er den økte prisen på gjeldsfinansiering som følger av en økende andel gjeld og dermed en høyere sannsynlighet for konkurs (Damodaran 2002).

Fordeler

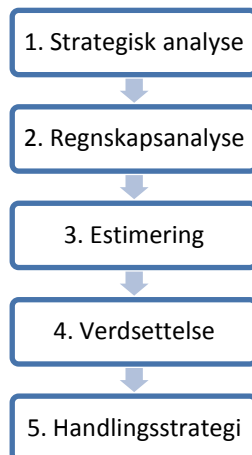
Denne form for verdsettelse innebærer en grundig gjennomgang av fundamentale forhold knyttet til et selskap, og vil da fange opp flere aspekter som påvirker selskapets verdi. Estimeringen av fremtidige kontantstrømmer og eventuell vekst i disse, gjør at verdsettelsen er av en langsiktig karakter (Damodaran 2002).

Ulemper

Fundamental verdsettelse krever mye informasjon og bearbeidelse av denne. Prosessen kan dermed bli tidkrevende og dyr. Estimeringen av fremtidige kontantstrømmer beror på analytikerens antakelser om vekst og risiko, og kan dermed føre med seg selvoppfyllende profeti i verdsettelsen. Som nevnt innledningsvis er denne metoden basert på nåverdiprinsippet, noe som betyr at den kan bli svært komplisert om selskapet ikke genererer stabile kontantstrømmer og/eller avkastningskrav er vanskelig å estimere (Damodaran 2002; Penman 2010).

2.1.1 Verdssettelsesprosessen

Penmans (2010) strukturelle fremstilling av en fundamental analyse.



Figur 3: Verdssettelsesprosessen (Penman, 2010)

1. *Strategisk analyse*

Første steg er å få en forståelse for selskapet, noe Penman (2010) påpeker er en forutsetning for verdssettelse. Dette gjøres gjennom den strategiske analysen hvor man identifiserer verdidriverne som påvirker selskapets evne til å generere kontantstrømmer i fremtiden, og dermed øker selskapets verdi (Thoresen 2006).

2. *Regnskapsanalyse*

Her kommer forståelsen til anvendelse ved at man kritisk innhenter og sorterer relevant informasjon. Regnskapstall og eventuelt supplerende informasjon må deretter bearbeides og klargjøres for estimering (Penman 2010).

3. *Estimering*

I denne delen av prosessen må man først spesifisere hvilke verdier som skal benyttes i estimeringen. Disse verdiene kan være bokførte tall, kontantstrømmer, utbytte, omsetning eller andre tall det er formålstjenlig å bruke. Deretter skal det utarbeides estimerer for fremtiden, hvor forståelse og informasjon fra foregående steg legges til grunn (Penman 2010).

4. *Verdssettelse*

De fremtidige estimerte verdiene må her neddiskonteres med et avkastningskrav som gjenspeiler tids- og risikoaspektet. Dette vil utgjøre en nåverdi, som er selskapets estimerte verdi (Penman 2010).

5. *Handlingsstrategi*

Den estimerte verdien sammenlignes med markedspris, og det foretas en investeringsbeslutning med bakgrunn i dette (Penman 2010).

2.2 Eiendelsbasert verdsettelse (Asset-based valuation)

Metoden

Eiendelsbasert verdsettelse tar utgangspunkt i selskapets balanse, hvor eiendeler og gjeld verdsettes individuelt. Deretter trekkes gjelden fra eiendelene, og restverdien er et estimat på verdien av egenkapital (Damodaran 2002; Penman 2010).

Verdsettingen av eiendelene kan gjøres på to måter:

- Likvidasjonsmetoden

Denne metoden verdsetter eiendelene til den verdien man kan oppnå ved å selge dem separat (Penman 2010).

- Gjenskaffelsesmetoden

Denne metoden verdsetter eiendelene til den verdien det vil koste å erstatte dem (Penman 2010).

Fordeler

Eiendelsbasert verdsettelse egner seg godt i situasjoner der selskapet ikke antas å ha fremtidig vekst, eksempelvis ved opphør eller konkurs. Også selskaper som er svært eiendelsbaserte kan verdsettes ved denne metoden (Penman 2010).

Ulemper

Denne form for verdsettelse kan virke tilsynelatende enkel, men kan i mange tilfeller bli svært komplisert. Dette kan skyldes at noen eiendeler er betydelig avskrevet, og dermed står bokført med en lavere verdi enn markedsverdi. Videre kan noen eiendeler være unike eller spesialbygd for selskapet, slik at det ikke eksisterer et marked for eiendelen. Noen selskaper har store verdier knyttet til eiendeler som ikke fremkommer i balansen, slik som verdifull teknologi, kunnskap, ledelse eller merkevarer. Å verdsette disse eiendelene krever stor bransjekunnskap hos analytikeren. Metoden har også sin svakhet i at den er statisk, og fanger dermed ikke opp vekst i selskapet (Damodaran 2002; Penman 2010).

2.3 Relativ verdsettelse (relative valuation)

Metoden

Relativ verdsettelse tar utgangspunkt i å si noe om prisingen av et selskap ved å sammenligne et nøkkeltall over tid eller med andre tilsvarende selskaper. Metoden er basert på en forutsetning om at aksjemarkedet i gjennomsnitt priser like selskaper likt, men kan feilprise enkeltaksjer. Et nøkkeltall som indikerer at et selskap er priset forskjellig fra historiske verdier eller fra andre selskaper, antas å bli korrigert over tid (Damodaran 2002; Penman 2010).

Det finnes svært mange varianter av nøkkeltall, men de mest brukte er:

- P/E (Price/Earnings)

Aksjekurs/fortjeneste per aksje: Dette nøkkeltallet viser hvor mye markedet er villig til å betale per enhet fortjeneste i det aktuelle selskapet. Implisitt reflekterer dette tallet markedets syn på selskapets risiko, vekstpotensial og rentenivå (Bergh 2004).

- P/B (Price/Book value)

Aksjekurs/ bokført verdi av egenkapitalen per aksje: Dette nøkkeltallet viser hvor mye markedet er villig til å betale per enhet av den bokførte egenkapitalen (Penman 2010).

- P/S (Price/Sales)

Aksjekurs/ omsetning per aksje: Dette nøkkeltallet viser hvor mye markedet er villig til å betale for omsetning per aksje (Penman 2010).

- P/CF (Price/Cash flow)

Aksjekurs/ kontantstrøm per aksje: Dette nøkkeltallet viser hvor mye markedet er villig til å betale for kontantstrøm per aksje. Ved analyse av et selskap i shippingsektoren kan det være mer formålstjenlig å bruke kontantstrøm fremfor fortjeneste. Dette skyldes sektorens store avskrivninger på skip, som direkte påvirker fortjeneste per aksje og dermed ikke representerer et reelt verdifall (Bergh 2004).

Fordeler

Relativ verdsettelse er intuitivt enkelt å forstå, krever minimalt med data og er svært brukervennlig ved sammenligning av flere selskaper i en sektor (Damodaran 2002; Penman 2010).

Ulemper

Nøkkeltall og sammenligningsgrunnlag kan manipuleres til å passe analytikerens formål og budskap. Selskapet kan også være unikt, som gjør at det ikke finnes noe relevant sammenligningsgrunnlag. Videre kan et selskap basert på nøkkeltall tilsynelatende virke feilpriset i markedet, men prisingen skyldes andre faktorer som ikke er fanget opp av nøkkeltallet (Damodaran 2002; Penman 2010).

2.4 Opsjonsbasert verdsettelse (contingent claim valuation)

Metoden

Opsjonsbasert verdsettelse tar utgangspunkt i at nåverdien av et selskap kan være større enn forventede fremtidige kontantstrømmer. Dette forutsetter at selskapets aktiviteter eller eiendeler har samme karakteristikk som en opsjon. Eksempler kan være en aktivitet som bare gir positive kontantstrømmer hvis noe inntreffer, eller en eiendel som er avhengig av prisen på noe annet (Damodaran 2002).

De to hovedmetodene innen opsjonsbasert verdsettelse er:

- Binomisk opsjonsprising

Denne metoden egner seg best hvis aktiviteten eller eiendelen er avhengig av at noe inntreffer. Mulige utfall og de forventede kontantstrømmene plasseres i et binomisk tre, og man diskonterer disse mulige utfallene "bakover" til en nåverdi. Eksempler kan være programvare, patenter og medisiner (Damodaran 2002).

- Black-Scholes opsjonsprisings modell

Denne metoden egner seg best hvis aktiviteten eller eiendelen er avhengig av verdien på noe annet. Metoden tar utgangspunkt i en replisert portefølje og en antakelse om at det ikke er arbitrasjemuligheter. Med andre ord, aktiviteter eller eiendeler som avgir samme kontantstrøm bør koste det samme. Eksempler på hvor dette kan benyttes er oljefelt og annen råvarebasert virksomhet (Damodaran 2002).

Fordeler

Opsjonsbasert verdsettelse gir analytikeren mulighet til å verdsette fleksibilitet og/eller usikkerhet knyttet til fremtidige kontantstrømmer, og legge dette til den fundamentale verdien. Dette vil gi et mer realistisk bilde av selskapets verdi (Damodaran 2002).

Ulemper

Denne type verdsettelse forutsetter at aktiviteten eller eiendelen har samme karakteristikk som opsjoner, og vil dermed ikke kunne brukes på alle selskaper.

2.5 Valg av verdsettelsesmetode

Før verdsettelsesmetoder kan velges, er det en rekke faktorer knyttet til det aktuelle selskapet og analytikeren som må vurderes. Disse legger føringer på hvilke metoder som kan og bør brukes (Damodaran 2002).

2.5.1 Faktorer knyttet til selskapet

Eiendelenes omsettelighet

Dersom selskapet har en vesentlig andel eiendeler i balansen som kan skilles ut og omsettes enkeltvis, kan man benytte eiendelsbasert verdsettelse. Hvis derimot selskapet er i vekst, eller har en betydelig verdi i eiendeler som ikke fremkommer i balansen, bør man benytte andre verdsettelsesmetoder (Damodaran 2002).

Evne til å generere kontantstrømmer

Eiendelenes forventede evne til å generere kontantstrømmer vil også ha innvirkning på hvilken metode som benyttes. Hvis selskapet genererer kontantstrøm eller forventer å gjøre det i nær fremtid, muliggjør dette fundamental og/eller relativ verdsettelse. Skulle evnen til å generere kontantstrømmer være avhengig av at noe inntreffer, kan opsjonsbasert verdsettelse være godt egnet. For eiendeler som aldri forventes å generere kontantstrømmer vil relativ verdsettelse være best egnet (Damodaran 2002).

Unikhet

Dersom selskapet befinner seg i en homogen bransje hvor det er lite forskjell mellom aktørene, kan relativ verdsettelse være en god innfallsvinkel. Hvis selskapet derimot er unikt eller på noen annen måte gjør at det er vanskelig å finne sammenlignbare selskaper, anbefaler Damodaran (2002) å benytte fundamental verdsettelse.

2.5.2 Faktorer knyttet til analytikeren

Tidshorisont

Forventning til et selskaps fremtidige drift, og i hvilket tidsperspektiv analytikeren ønsker å verdsette et selskap, vil bestemme hvilke metoder som kan brukes. I et kortsiktig perspektiv, slik som ved opphør eller konkurs, vil eiendelsbasert verdsettelse være mest hensiktsmessig. På mellomlang sikt er relativ og opsjonsbasert verdsettelse å foretrekke, mens for langsiktige verdsettelser er fundamental verdsettelse bedre egnet (Damodaran 2002).

Formål med verdsettelsen

Analytikerens formål, og dermed bakenforliggende incentiv for å utføre verdsettelsen, kan bestemme valg av fremgangsmåte. I Damodarans eksempel vil en bransjeanalytiker ha en beskrivende oppgave, og dermed velge en objektiv innfallsvinkel ved å ta i bruk relativ verdsettelse. En privat investor vil på den annen side kunne ha en subjektiv innfallsvinkel, og vil da være bedre tjent med å benytte fundamental verdsettelse (Damodaran 2002).

Markedspersepsjon

I enhver verdsettelsesmetode ligger det implisitt hvilken oppfatning analytikeren har av markedseffisiens. Graden av effisiens er en markedsegenskap, og viser i hvor stor grad aksjemarkedet fanger opp relevant informasjon og gjenspeiler dette i aksjekursene (Bøhren og Michaelsen 2006). Ved å benytte relativ verdsettelse antar analytikeren at markedet er korrekt priset i gjennomsnitt, men kan feilprise enkeltelskaper. Fundamental verdsettelse impliserer en antakelse om at markedsverdi kan være forskjellig fra aksjens substansverdi, men vil korrigere seg over tid. Ved eiendelsbasert verdsettelse antar analytikeren en lavere grad av effisiens ved at markedet ikke korrekt priser selskapets eiendeler. Det samme gjelder opsjonsbasert verdsettelse, hvor det antas at markedet ikke har korrekt priset selskapets potensial gitt at noe inntreffer (Damodaran 2002).

2.5.3 Valg av verdsettelsesmetode i denne oppgaven

Målet med denne oppgaven er å verdsette egenkapitalen til Golden Ocean, og i den sammenheng velger jeg å benytte fundamental verdsettelse. Årsaken til dette er at i shippingsektoren knyttes det stor forventning til skipenes evne til å generere kontantstrømmer, samtidig som nybyggingsprogram vitner om selskap i kontinuerlig vekst. Bare en omfattende og langsiktig analyse av selskapets fundamentale forhold vil fange opp dette, og derfor mener jeg at fundamental verdsettelse er mest hensiktsmessig.

Videre understreker Damodaran (2002) at metodene ikke utelukker hverandre, derfor ønsker jeg å supplere med relativ verdsettelse. Golden Ocean befinner seg i en forholdsvis homogen sektor, og dermed kan relativ verdsettelse gi en indikasjon på hvordan selskapet er priset i forhold til sektoren forøvrig.

Det kan argumenteres for at Golden Ocean har betydelige verdier i skip, og dermed at eiendelsbasert verdsettelse kunne vært benyttet. Årsaken til at jeg velger å ikke bruke denne form for verdsettelse er at jeg mener selskapets verdi i større grad styres av evnen til å generere kontantstrømmer og vekst i disse, fremfor balanseførte verdier. Med andre ord er eiendelsbasert verdsettelse for statisk for et dynamisk selskap som Golden Ocean. Videre mener jeg at Golden Ocean ikke har dominerende opsjonslignende karakteristikk, og at dermed opsjonsbasert verdsettelse ikke er hensiktsmessig.

Jeg kommer dermed i det følgende til å utføre en fundamental verdsettelse, supplert med relativ verdsettelse.

3. Strategisk analyse

Første steg i den fundamentale verdsettelsen er å skaffe forståelse for selskapet og de underliggende verdidriverne. Dette gjøres gjennom en strategisk analyse, hvor man identifiserer forhold som påvirker selskapets evne til å generere kontantstrømmer og øke verdien av eiendelene (Thoresen, 2006; Penman, 2010).

Strukturelt sett vil analysen følge samme metodikk som en "top-down" analyse, hvor man først analyserer markedet, deretter bransjen og til slutt selskapsspesifikke forhold (Thoresen, 2006). Logikken bak er at man først må forstå markedet for å forstå bransjen, deretter forstå bransjen før man forstår selskapet.

3.1 Ekstern analyse

Den eksterne analysen tar sikte på å identifisere muligheter og trusler. Jeg velger å benytte både PESTEL og Porters fem krefter, da førstnevnte analyserer makroøkonomiske forhold og sistnevnte analyserer konkurransesituasjonen i bransjen.

3.1.1 Makroanalysen - PESTEL

PESTEL er en forkortelse for de engelske ordene *Political, Economic, Sociocultural, Technological, Environmental* og *Legal*. En analyse av disse faktorene vil belyse viktige makroøkonomiske forhold for et selskap, både i dag og i fremtiden (Løwendahl og Wenstøp, 2006).

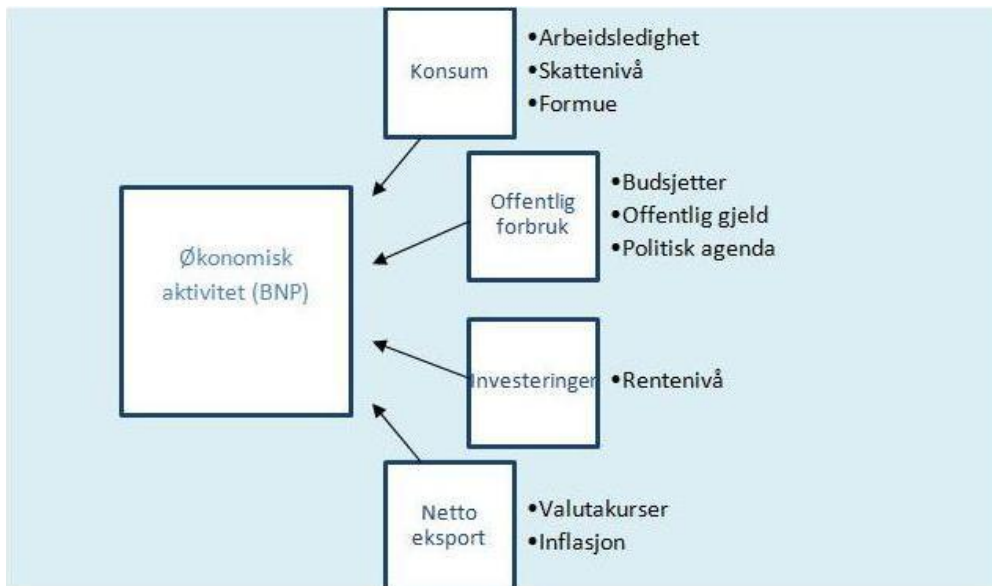
• Politiske forhold

Golden Ocean opererer ut fra Bermuda, som er et selvstyrt britisk territorium. Området har nullskatt for selskaper, noe som har ført til en betydelig tilstedeværelse av internasjonale selskaper. Den lokale økonomien er basert på internasjonal handel og finansiell tjenesteyting (CIA, Bermuda). Det er da ingen åpenbare incentiver for området å endre sin skatte- og avgiftspolitik, så her antas det å være verken muligheter eller trusler.

Sjøtransport av tørrbulk er et globalt marked, og vil da være utsatt for endringer i politiske rammebetingelser flere steder. Den mest aktuelle problemstillingen er frykten for økt proteksjonisme i eurosone. Dette er økte avgifter på importerte varer og produkter fra lavkostland for å beskytte europeisk industri, og vil da fungere som en handelsbarriere (The Guardian). Makroøkonomisk sett vil dette anses som en trussel for tørrbulkmarkedet, men anses som lav til moderat.

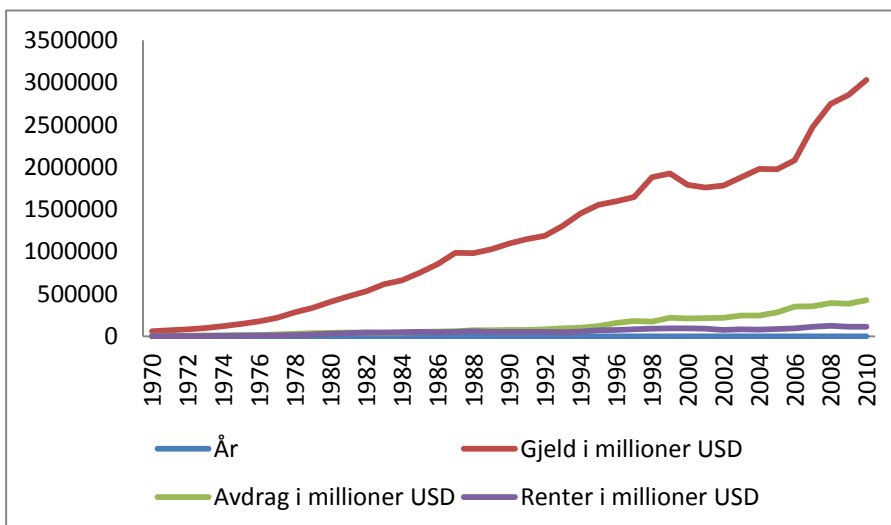
• Økonomiske forhold

Tørrbulk er svært sensitiv til de økonomiske forholdene på verdensbasis. Etterspørselen etter råvarer er en direkte funksjon av den globale økonomiske aktiviteten, samt andre elementer har en direkte innvirkning på driften.



Figur 4: Modell for økonomisk vekst (Thoresen, 2006)

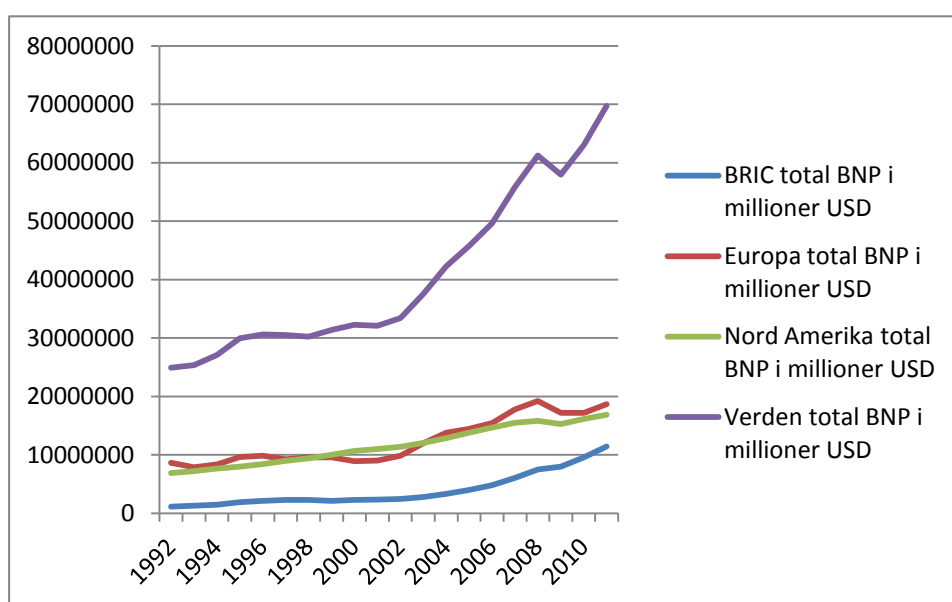
Som et resultat av finanskrisen (2008-2009), ble det vedtatt en rekke redningspakker i perioden 2009-2011. I kombinasjon med lavere skatteinntekter, gjorde dette at de fleste land i verden gikk med store budsjettunderskudd. For å finansiere underskuddene har det blitt tatt opp offentlig gjeld på totalt \$7,6 billioner siden 2008. Grunnet et ønske om å holde rentene lave, trykket de fleste sentralbankene opp penger som senere ble injisert inn i økonomiene (na24). I perioden desember 2008 til desember 2012, økte den globale pengemengden med over 35 %. Fremover vil landene ha en vanskelig oppgave med å opprettholde vekst og arbeidsplasser uten å ta opp for mye gjeld, som kan sette fremtidig vekst og den finansielle stabiliteten i fare. Videre har sentralbankene den vanskelige oppgaven med å holde inflasjonen nede uten at rentene blir for høye og stopper veksten (CIA, World).



Figur 5: Gjeldsutvikling i verden (Kilde: UnctadStat)

Den globale gjeldsutviklingen utgjør en meget stor trussel ovenfor tørrbulk på flere plan. En fremtidig nedgang i den økonomiske aktiviteten (målt ved BNP) vil direkte påvirke etterspørselen etter råvarer, og følgelig transporten av dem (e24; *"Titanic tendenser i tørrlast"*). Renteoppgang vil påvirke et lands samlede kjøpekraft, samtidig som det vil øke gjeldskostnader og vanskeliggjøre lånefinansiering for aktørene i tørrbulk. Svingninger i valutakurs og prisstigning (inflasjon) vil også dempe aktiviteten. Makroøkonomisk sett anses trusselen som følge av den globale gjeldsutviklingen som stor.

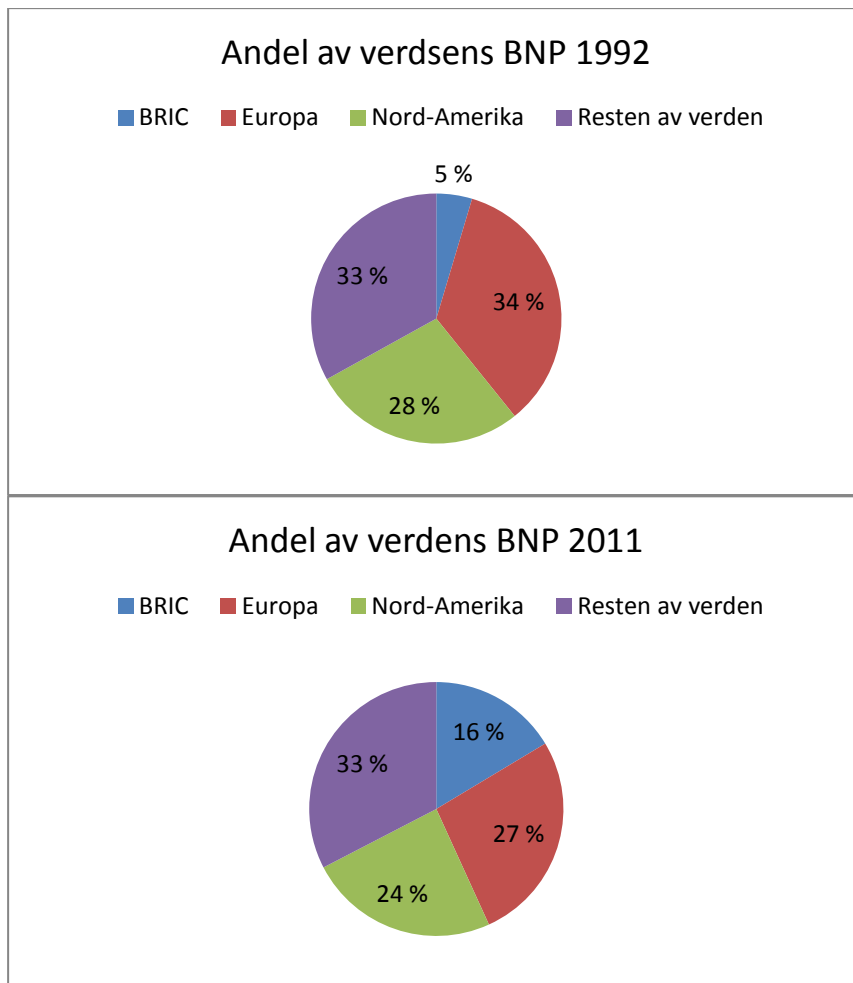
Et annet aspekt er den spennende utviklingen i de såkalte BRIC-landene, som består av Brasil, Russland, India og Kina. Gruppen består av fremvoksende økonomier, som til sammen innehar 25 % av verdens landområder og 40 % av jordens befolkning. Det antas at i fremtiden vil disse landene dominere verdenshandelen, med Kina og India som produsenter av ferdigproduserte varer og tjenester, mens Russland og Brasil produserer råvarer (Der Spiegel – Jim O'Neill: *"BRICS Have exceeded all expectations"*).



Figur 6: Global utvikling BNP (Kilde: UnctadStat)

Årsaken til at grafen starter i 1992 skyldes at det ikke finnes makroøkonomisk data for BRIC-landet Russland fra Sovjet-tiden.

I figuren over ser man en visuell fremstilling av utviklingen i globalt BNP, fordelt på verden, Europa, Nord-Amerika og BRIC-landene. Det fremkommer av grafen at den globale økonomiske aktiviteten stagnerte i forbindelse med finanskrisen, men er igjen i stigende trend. De største økonomiene (Europa og Nord-Amerika) opplevde negativ vekst i forbindelse med finanskrisen, mens BRIC-landene gjorde det ikke (samlet sett). Videre er også veksttakten større i BRIC-landene i nyere tid.

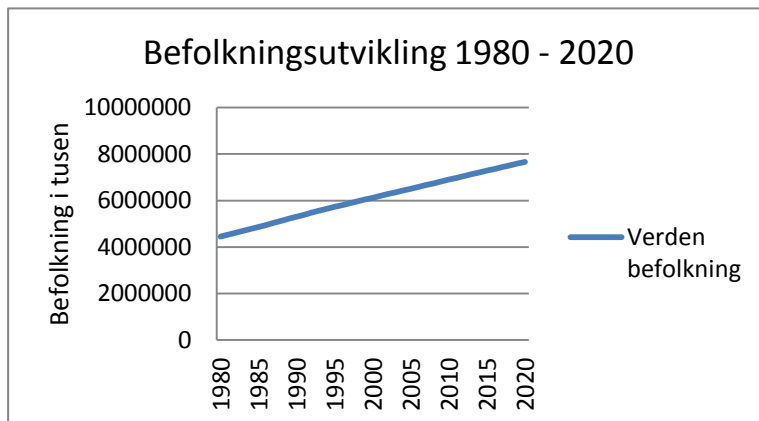


Figur 7: Utvikling i andel BNP 1992 og 2011 (Kilde: UnctadStat)

Figuren over illustrerer den økende andelen BRIC-landene har hatt de siste ti årene av den økonomiske veksten. Som man ser visuelt sett har både den amerikanske og europeiske økonomien mistet andeler til fordel for BRIC-landene, mens resten av verden har hatt en konstant andel. Størst vekst og økende andel kan være en indikasjon på denne gruppens fremtidige betydning og evne til å skape vekst i verdensøkonomien. Makroøkonomisk sett antas dette å være en moderat mulighet for selskapet.

- **Sosiokulturelle forhold**

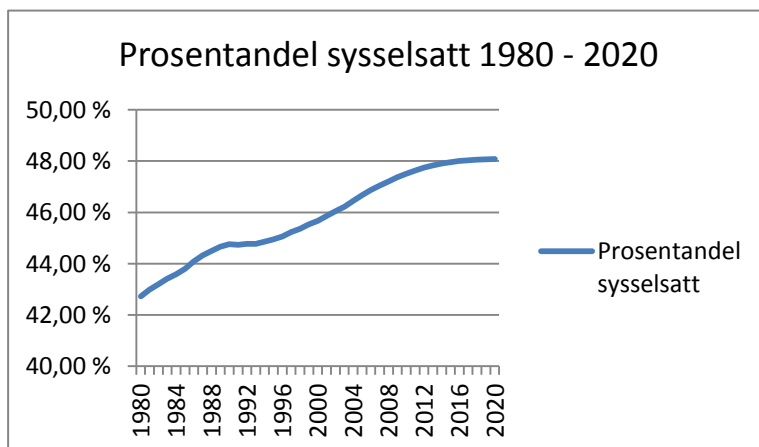
Verdens etterspørsel etter råvarer er også en funksjon av befolkningsvekst. Den globale befolkningen har nesten doblet seg de siste tretti årene, og forventes av FN å stige ytterligere i årene fremover.



Figur 8: Global befolkningsutvikling 1980-2020 (Kilde: UnctadStat)

Videre viser tall fra FN en økende andel sysselsetting i forhold til befolkningstallet.

(**Merknad:** Figuren under er tiltenkt å belyse en trend, og derfor anses prosentverdiene på vertikalaksen å være av mindre betydning. Ved å justere befolkningsantallet for barn, eldre, uføre og andre som ikke kan jobbe i hvert enkelt land, ville man fått den totale arbeidsstyrken og følgelig en større prosentandel.)



Figur 9: Prosentandel sysselsatt 1980-2020 (Kilde: UnctadStat)

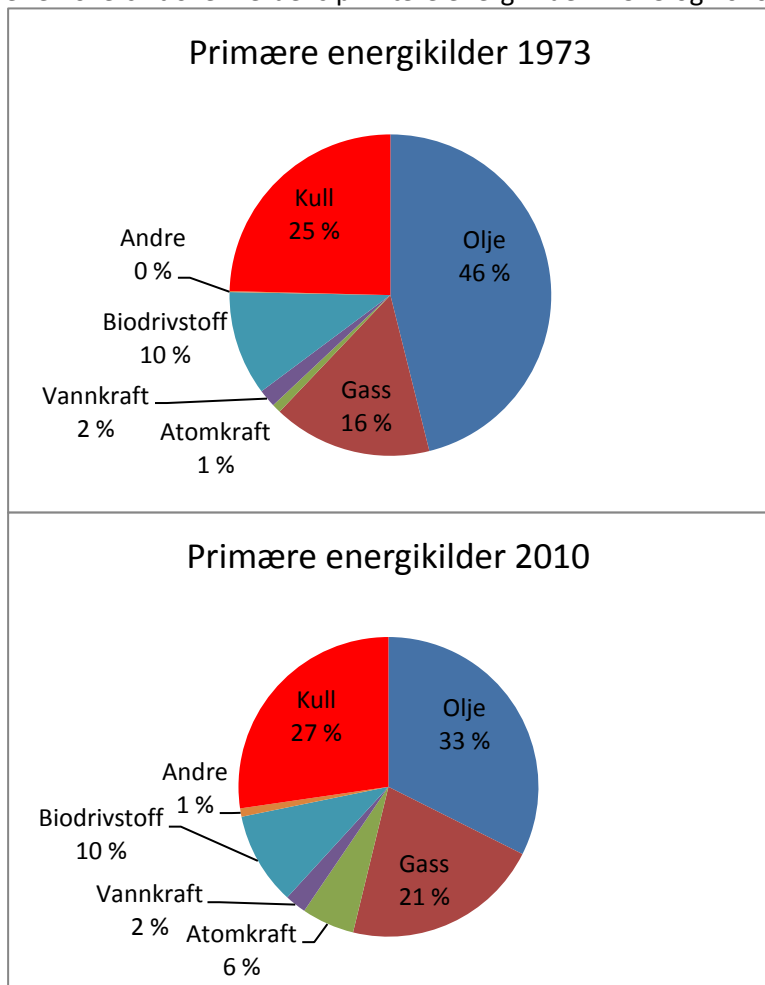
Befolkningsvekst og en økende andel sysselsatte betyr økt etterspørsel etter tørrbulk. Disse menneskene trenger mat (kornprodukter), energi (kull) og ønsker med tiden økt levestandard som vil påvirke industriproduksjon (jern). Makroøkonomisk antas dette dermed å utgjøre en moderat mulighet for selskapet.

- **Teknologiske forhold**

Markedet har generelt sett hatt liten teknologiutvikling på flere hundre år, foruten av båtene som har økt i størrelse og oppgradering av navigasjonssystemer (Stopford, 2009). Bransjen er ikke teknologidrivere, men de er brukere av allerede kjent teknologi. Det kan argumenteres med de teknologiske nyvinningene i forbindelse med lasting og varehåndtering, men dette kommer under havnedrift. Det antas at det ikke er noen teknologiske forhold driftsmessig eller i markedet som utgjør en trussel eller mulighet for selskapet.

- **Samfunnsmessige forhold**

Verdens behov for energi og valg av energikilder vil påvirke etterspørselen etter tørrbulk. Nedenfor er en oversikt over verdens primære energikilder i 1973 og 2010.



Figur 10: Verdens primære energikilder 1973 og 2010 (Kilde: UnctadStat)

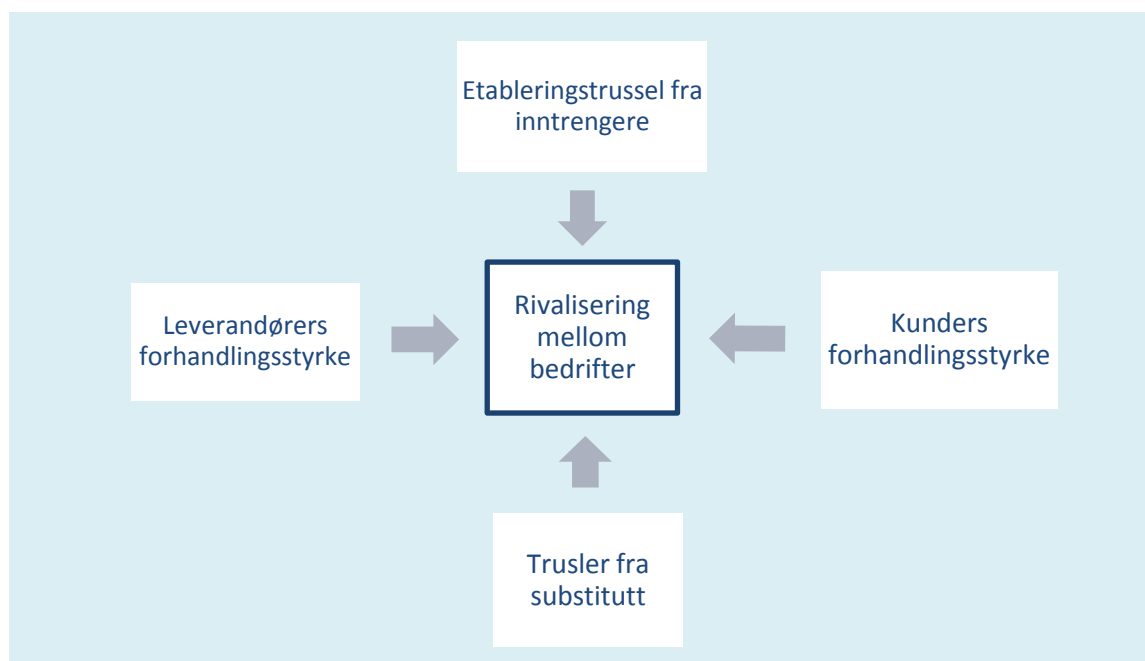
Som det fremkommer av figuren har andelen kull holdt seg relativt stabil i denne perioden. Det totale forbruket av alle energikildene har derimot steget fra 4,7 milliarder tonn til 8,7 milliarder tonn i perioden (IEA). Dette har ført til en jevnt stigende etterspørsel etter kull, men økt fokus på miljøaspektet gjør at dette anses som en liten mulighet for selskapet.

- **Legale forhold**

Aktørene innen tørrbulk opererer i all hovedsak i internasjonalt farvann, og er dermed svært mobile med tanke på hvor de ønsker å drive fra. Prosessen ved implementering av legale forhold (spesielt internasjonalt) er en langsom prosess, noe som gjør at aktørene har god tid til å tilpasse seg. Derfor antas legale forhold verken å utgjøre en trussel eller skape muligheter for selskapet.

3.1.2 Konkurransesanalysen - Porters fem krefter

Porters fem krefter er en konkurranseanalyse som identifiserer og analyserer de sentrale kreftene som påvirker konkurransen. Sterke krefter innebærer en trussel for aktørene til å drive lønnsomt og opprettholde vekst. Svake krefter kan derimot representere muligheter (Porter 1980; Løwendahl og Wenstøp, 2006).



Figur 11: Konkurransesanalysen - Porters fem krefter (Kilde: Porter, 1980)

• Etableringstrussel fra inntrengere

Inntrengere er potensielle nye konkurrenter som kan utgjøre en trussel avhengig av hvor store inngangsbarrierene er (Løwendahl og Wenstøp, 2006).

Michael Porter (1980) nevner skalaøkonomi som en mulig inngangsbarriere, noe som er tilfelle for tørrbulk. De største skipene (slik som Capesize og Panamax) vil oppnå skalafordeler ved at de kan transportere et større volum tørrbulk, og dermed redusere transportkostnaden. Disse vil være foretrukket fremfor et mindre skip, og dermed tvinger dette inntrengere til å satse stort for å være med i konkurransen. Dette representerer en inngangsbarriere. Videre nevner Porter (1980) produktdifferensiering, men kundelojalitet er kanskje en bedre beskrivelse i denne sammenheng. Markedet for tørrbulk er relativt homogent, og kundens preferanse er å få transportert lasten fra A til B. Dermed antas kundens tilbøyelighet til å skifte rederi etter allerede etablert handelsforhold for liten, og dette er da også en inngangsbarriere. Porter (1980) nevner også kapitalinvesteringer som en inngangsbarriere, noe som gjelder tørrbulk. Et nybygg i de største segmentene (Capesize og Panamax) koster rundt 150-200 millioner kroner, avhengig av markedsforholdene. Dette antas å sette begrensninger på nyetableringer. Tilslutt nevner Porter (1980) tilgang til distribusjonskanaler, men her antas nettverk å være mer passende. Etablert forhold til finansinstitusjoner, meglere, verft, havnemyndigheter, kunder og leverandører tar lang tid å bygge opp, og representerer dermed også en etableringshindring. Trussel fra inntrengere antas dermed å være lav.

- **Trusler fra substitutt**

En substitutt er definert som en aktør som kan dekke kundens behov på en annen måte enn den aktuelle bransjen (Løwendahl og Wenstøp, 2006).

Med utgangspunkt i råvarenes geografiske plassering og størrelse på lasten, finnes det ingen substitutter til sjøtransport av tørrbulk. Dette utgjør dermed ingen trussel for eksisterende konkurranse.

- **Leverandørers forhandlingsstyrke**

Leverandører defineres som aktører som leverer innsatsfaktorer til bransjen (Løwendahl og Wenstøp, 2006).

Pris på drivstoff styres av markedet, og dermed antas forhandlingsstyrken til disse lokale leverandørene å være tilnærmet ikke-eksisterende. Likevel utgjør drivstoffkostnadene en trussel for aktørene. Leverandør av bemanningstjenester antas også å ha svært liten forhandlingsstyrke, da det er mange leverandører. Mekaniske verksteder som utfører teknisk service eller reparasjon, antas å ha en forhandlingsstyrke som avhenger av den til enhver tid gjeldende etterspørsel. Det kan nevnes at verkstedene har en tendens til å foreta disposisjoner (investeringer i større produksjonsanlegg) i gode tider, som øker den totale kapasiteten og dermed svekker sin egen forhandlingsstyrke i et normalt marked. De mest kritiske leverandørene er skipsbyggere og selgere av skip i sekundærmarkedet. Dette skyldes at i gode tider (høye fraktrater) er etterspørselen etter skip større enn tilbudet, noe som øker forhandlingsstyrken til disse leverandørene og dermed prisen på skipene. I dårlige tider (lave fraktrater) er tilbudet større enn etterspørselen etter skip, noe som svekker forhandlingsstyrken til leverandørene, og dette gjør at skip kan gå på billigsalg. Det antas dermed at skipsleverandørenes forhandlingsstyrke kan utgjøre både en trussel og en mulighet, avhengig av markedssituasjonen (fraktratene).

- **Kunders forhandlingsstyrke**

Kundene defineres som aktører som etterspør tjenestene til bransjen (Løwendahl og Wenstøp, 2006).

I denne sammenheng er kundene aktører som etterspør sjøtransport av tørrbulk. Den totale etterspørselen er en funksjon av mengde råvarer og transportdistansen, mens tilbudet av sjøtransport er den totale lastekapasiteten i bransjen. Ved overkapasitet vil kundene ha stor forhandlingsstyrke, og vil dermed kunne presse fraktratene ned. Hvis det derimot er underkapasitet, vil forhandlingsstyrken være svak, og bransjen kan ta seg bedre betalt ved høyere fraktrater. Det antas dermed at kundenes forhandlingsstyrke kan utgjøre både en trussel og en mulighet, avhengig av om det er over- eller underkapasitet.

- **Rivalisering mellom bedrifter**

Konkurransearenaen består av mange og like konkurrenter. Sjøtransport av tørrbulk er relativt primitiv teknologisk sett i forhold til andre former for shipping, slik som eksempelvis kjemikalietankere og containerskip. Videre opererer alle aktørene på det internasjonale markedet, noe som innebærer at kostnadene på innsatsfaktorene er like for alle, samt de konkurrerer om de samme kundene. Dette gjør tørrbulkmarkedet meget homogent.

Daglige markedsoppdateringer fra børser og analytikere (slik som The Baltic Exchange) holder hele markedet oppdatert på fraktrater, trender, priser på nybygg og skrapverdier. Dette bidrar til økt konkurranseintensitet blant aktørene.

I et marked bestående av mange homogene aktører og høy konkurranseintensitet, vil alle være kollektivt påvirket av hver enkelt aktørs handlinger. Den interne konkurransen mellom aktørene anses dermed som en trussel. Det kan argumenteres med at en aktør gjennom overlegne markedsanalyser kan forutse utviklingen og dermed posisjonere seg, slik at dette utgjør en mulighet.

Dette anses som en teoretisk mulighet som i større grad kan tilskrives tilfeldighet, og vil da ikke representere en konkret mulighet for aktøren.

3.2 Intern analyse

Den interne analysen tar sikte på å identifisere styrker og svakheter ved selskapet. Jeg velger å benytte VRIO-analysen, da denne fokuserer på selskapets ressurser og den konkurransemessige betydningen av dem.

3.2.1 VRIO-analysen

Denne analysen er en kvalitativ analyse av selskapets ressurser, og fungerer som et rammeverk for å klassifisere om de representerer et konkurransefortrinn eller ikke. For at en ressurs skal være et varig konkurransefortrinn, må den være verdifull, sjelden, vanskelig å kopiere og i tillegg må selskapet være organisert slik at de kan utnytte ressursen. VRIO er en forkortelse av de engelske ordene *Value*, *Rarity*, *Imitability* og *Organization* (Barney, 1991). Den konkurransemessige betydningen av selskapets ressurser, vil gi en indikasjon om det er mulig å oppnå større avkastning enn normalavkastning, og dermed om det er en styrke eller svakhet (Løwendahl og Wenstøp, 2006).

• Finansielle ressurser

Tilgang på kapital er en forutsetning for å være en aktør i tørrbulkmarkedet. Dette gjelder både ved anskaffelser av skip, men også å sikre selskapets soliditet i dårlige perioder. Golden Ocean har en egenkapitalandel på 48,5 %, mens konkurrentene Dryships Inc. og Genco Shipping hadde henholdsvis 32,1 % og 53,6 % (Golden Ocean, 2012; Dryships Inc, 2012; Genco Shipping, 2012). Basert på sammenligningen med de to største aktørene i dette markedet, antas Golden Ocean å ligge i øvre del hva gjelder egenkapitalandel. Dette er en styrke selskapet besitter, og er en verdifull ressurs. Likevel er den ikke sjelden, og denne ressursen ville da normalt blitt klassifisert som en konkurransemessig paritet. Jeg velger heller å fokusere på selskapets tilgang på kapital som en del av John Fredriksen sfæren, og ikke bare selskapet isolert sett. Dette innebærer at Golden Ocean har tilgang på store finansielle ressurser ved behov, og de har raskere tilgang enn konkurrenter som må hente kapital i lånemarkedet. Denne tilgangen på kapital ble demonstrert under likviditetsproblemene i 2008-2009 (jmf. Kapittel 1.1). Dette er en verdifull og sjelden ressurs, som etter min kjennskap ikke besittes av andre aktører i tørrbulkmarkedet. Derfor klassifiseres denne ressursen som et varig konkurransemessig fortrinn.

• Fysiske ressurser

Golden Oceans fysiske ressurser består av skipene de eier, totalt 17 stykker fordelt mellom 6 Capesize og 11 Panamax (Golden Ocean). Majoriteten av skipene er av nyere dato, og flåten kan dermed karakteriseres som moderne, noe som også er strategien til selskapet. En moderne flåte representerer en styrke ved selskapet ved at skipene er kostnadseffektive hva gjelder service og forbruk av drivstoff. På den annen side kan det være en svakhet at selskapet ønsker moderne skip da disse som regel koster mer. (Unntaket er i tider med stor etterspørsel etter tørrbulk da brukte skip med levering i dag kan koste mer enn nybygg med levering om 2år). Selv om skipene er en verdifull ressurs, antas de på ingen måte å være unike, og derfor klassifiseres denne ressursen som en konkurransemessig paritet.

• Menneskelige ressurser

De menneskelige ressursene til selskapet er kompetansen de involverte besitter. Kompetanse defineres av Løwendahl og Wenstøp (2006) som en kombinasjon av kunnskaper, ferdigheter og evner. Jeg velger å inndele denne ressursen i to grupper; ledelse og styret.

På selskapets hjemmesider er ledelsens utdanning, arbeidserfaring og ansiennitet beskrevet. De er begge svært erfarne, noe som må regnes som en styrke for selskapet. Selv om ledelsens kompetanse er en verdifull ressurs for Golden Ocean, antas denne på ingen måte å være unik. Derfor klassifiseres

denne ressursen som en konkurransemessig paritet.

I styret sitter shippingmagnat John Fredriksen og Tor Olav Trøim (Golden Ocean). Disse to har seg imellom en kompetanse som mest sannsynlig er enestående. De har lang erfaring fra shipping både innen tørrbulk og tankmarkedet, skipsfinansiering, skipsmegling og maritim tjenesteyting til olje og gassbransjen. Gjennom å ha bygget opp flere suksessrike selskaper helt siden 70-tallet, antas denne kompetansen ikke bare å være svært verdifull, men også unik og vanskelig å kopiere. Ved at de i tillegg er aktivt med i styret, gjør at denne ressursen organisatorisk blir fullt ut utnyttet, og dette representerer dermed et varig konkurransefortrinn.

• Organisatoriske ressurser

Ved analysen av Golden Oceans organisatoriske ressurser, har jeg valgt å fokusere på relasjonen til deres kunder og omdømmet i forhold til leverandører. Kundene i denne sammenheng er aktørene som etterspør sjøtransport av tørrbulk, mens leverandørene er skipsbyggere som leverer nybygg.

Selskapet opererer i et marked bestående av mange og homogene aktører, noe som gjør at kundene er indifferente til hvilket selskap de velger. Mangel på "produkt differensiering" gjør at jeg anser kunderelasjonen til ikke å være en verdifull ressurs, og dermed klassifiserer jeg denne som konkurranseulempe. Det kan argumenteres med at selskapene i bransjen kan opparbeide seg gode og verdifulle relasjoner til kunder, og dermed oppnå status som konkurransemessig paritet. Likevel vil jeg anta at kundene velger lavest mulig transportkostnad, uansett tidligere etablert relasjon.

Skipsbyggere er utsatt for risiko ved kontraktsinngåelse om levering av nybygg. Dette skyldes at skipet betales etterskuddsvis i avdrag, hvor avdragene er en funksjon av ferdigstillelse. Skulle kontrakt motparten til skipsbygger gå konkurs, vil dette medføre finansiell risiko med hensyn til ferdigstillelse og eventuelt salg. Derfor foretrekker skipsbyggere kunder som er finansielt robuste. Golden Ocean har et godt omdømme i forhold til skipsbyggere, og i dagens marked er dette også sjeldent (Reuters). Derfor anses denne ressursen som et midlertidig konkurransefortrinn.

Ressurs	Verdifull	Sjelden	Vanskelig å kopiere	Organisering	Konkurransemessig betydning
<u>Finansielle ressurser</u>					
Golden Ocean	Ja	Ja	Ja	Ja	Varig konkurransefortrinn
<u>Fysiske ressurser</u>					
Flåten	Ja	Nei	-	-	Konkurransemessig paritet
<u>Menneskelige</u>					
Kompetanse ledelse	Ja	Nei	-	-	Konkurransemessig paritet
Kompetanse styret	Ja	Ja	Ja	Ja	Varig konkurransefortrinn
<u>Organisatoriske</u>					
Relasjon kunder	Nei	-	-	-	Konkurranseulempe
Omdømme leverandører	Ja	Ja	Nei	-	Midlertidig konkurransefortrinn

Figur 12: Sammendrag VRIO-analysen (Kilde: Løwendahl og Wenstøp, 2006)

3.3 Strategisk sammendrag: SWOT -analyse

Som et sammendrag av den eksterne og interne analysen, velger jeg å benytte en SWOT-analyse. SWOT er en forkortelse av de engelske ordene *Strengths*, *Weaknesses*, *Opportunities* og *Threats*. Analysen lister opp styrker, svakheter, muligheter og trusler avdekket i analysene, og gir et oversiktlig bilde av selskapets strategiske posisjon (Løwendahl og Wenstøp, 2006).

Intern analyse	<u>Styrker</u> <ul style="list-style-type: none">•erfaren ledelse•styrets kompetanse•høy egenkapitalandel•finansielle ressurser	<u>Svakheter</u> <ul style="list-style-type: none">•dyre moderne skip•manglende produkt differensiering
Ekstern analyse	<u>Muligheter</u> <ul style="list-style-type: none">•BRIC-landene•globalt befolkningsvekst•økende energibehov•leverandørers forhandlingsstyrke (overkapasitet)•kunders forhandlingsstyrke (underkapasitet)	<u>Trusler</u> <ul style="list-style-type: none">•proteksjonisme•global gjeldsutvikling (renteoppgang, overkapasitet)•pris på drivstoff•nye aktører•leverandørers forhandlingsstyrke (underkapasitet)•kunders forhandlingsstyrke (overkapasitet)

Figur 13: Sammendrag SWOT-analyse (Kilde: Løwendahl og Wenstøp, 2006)

4. Regnskapsanalyse

I denne delen av den fundamentale verdsettelsen er det selskapets regnskap som skal analyseres. Store mengder informasjon må innhentes og organiseres. Deretter kommer den tilegnede kunnskapen om selskapet til anvendelse, da de forskjellige oppstillingene i regnskapet skal reformuleres. De reformulerte oppstillingene skal skille relevant informasjon fra irrelevant, og muliggjøre videre analyse av lønnsomhet, kjernedrift og vekst. Det totale informasjonsbildet danner utgangspunktet for en kvalifisert estimering av fremtidsregnskapet (Penman, 2010).

4.1 Reformulering av egenkapitalen

Egenkapitaloppstillingen er selskapets rapporterte transaksjoner som påvirker egenkapitalen i en periode. Ved å reformulere denne forsikrer analytikeren seg om at alle aspekter som påvirker egenkapitalen er tatt med, samtidig som den vil avdekke brudd på kongruensprinsippet. Brudd på dette prinsippet vil si at forandringen i periodens egenkapital ikke fullstendig forklares av transaksjoner med aksjonærene og i resultatregnskapet, men også av inntekter og kostnader ført direkte mot egenkapitalen. Disse inntektene og kostnadene, heretter kalt "dirty-surplus", vil i den følgende reformuleringen bli identifisert og følgelig tatt med i det reformulerte resultatregnskapet. Dette gjøres for å få et fullstendig bilde av lønnsomheten (Penman, 2010; Tellefsen og Langli, 2007).

	2008	2009	2010	2011	2012
(beløp i tusen USD)					
Egenkapital IB	182884	166486	516251	574464	529885
<i>Transaksjoner med aksjonærer</i>					
Utstedelse av aksjer	1314	108003	0	0	0
Tilbakekjøp av aksjer	-15889	0	0	-2465	-4153
Dividende	-347074	0	-57432	-50312	-22
Fusjonsrelatert justering	0	596	13	0	0
SUM transaksjoner med aksjonærer	-361649	108599	-57419	-52777	-4175
<i>Fullstendig nettoresultat</i>					
Fullstendig resultat	358295	240896	114905	7300	11597
Verdi av service på opsjonsprogram	569	270	726	982	989
Kontantbetaling av aksjeopsjoner	-2430	0	0	0	0
Omregning valuta	0	0	0	-85	0
Kostnader ført mot egenkapital	-11184	0	0	0	0
SUM fullstendig nettoresultat	345250	241166	115631	8197	12586
Egenkapital UB	166485	516251	574463	529884	538296
Minoritetsinteresser	2427	4038	644	496	491
Alminnelig egenkapital	164058	512213	573819	529388	537805

Tabell 5: Reformulering av egenkapitalen

De fusjonsrelaterte justeringene i perioden 2009-2010 skyldes innlemmelse av Golden Ocean Trading Ltd. (Golden Ocean, 2010).

Postene verdi av service på opsjonsprogram og kontantutbetaling av aksjeopsjoner antas å være betalinger for diverse tjenester selskapet har mottatt. Disse er ikke med i resultatregnskapet og klassifiseres da som "dirty-surplus" elementer. Det samme gjelder posten omregning valuta (*translation gain/loss*). Kostnader ført direkte mot egenkapitalen skyldes endring av regnskapsprinsipp (Golden Ocean, 2009), og er dermed ikke med i resultatregnskapet. Dette klassifiseres også som et "dirty-surplus" element.

4.2 Reformulering av balansen

Balansen er en oppstilling av selskapets eiendeler, gjeld og egenkapital, hvor elementenes plassering avhenger av likviditet for eiendelene og forfall for gjelden. I et verdsettelsesperspektiv er det hensiktsmessig å reformulere balansen ved å dele inn i operasjonelle og finansielle elementer. Dette gjøres for å skille det operasjonelle fra det finansielle, slik at man eksplisitt kan analysere de operasjonelle elementenes evne til skape profitt for selskapet (Penman, 2010).

	2008	2009	2010	2011	2012
(beløp i tusen USD)					
<i>Operasjonelle eiendeler</i>					
Varige driftsmidler	798207	940150	950832	1002397	867816
Andre langsiktige fordringer	5000	6552	7010	7501	8026
Investeringer i tilknyttede selskap (JV)	0	150	558	1575	1248
Fordringer tilknyttede selskap (JV)	0	0	905	0	0
Immaterielle eiendeler	17587	10903	5594	1605	0
Kundefordringer	74761	31659	18161	22789	14677
Refunderbart avdrag på skipskanselleringer	0	0	0	0	100325
Inventar	3482	4388	6207	4590	5750
Eiendeler holdt for salg	40084				
SUM operasjonelle eiendeler	939121	993802	989267	1040457	997842
<i>Operasjonell gjeld</i>					
Leasing forpliktelser (kortsiktig)	10181	3530	6112	6426	6837
Gjeld tilknyttede selskap	3690	2040	871	655	1328
Leverandørgjeld	33097	19639	26766	23672	42710
Leasing forpliktelser (langsiktig)	90803	73557	129218	124859	118055
Avsetning provisjoner	27436	0	0	0	0
Uopptjent inntekt	71280	0	0	0	0
SUM operasjonell gjeld	236487	98766	162967	155612	168930
Netto operasjonelle eiendeler (NOA)	702634	895036	826300	884845	828912
<i>Finansielle eiendeler</i>					
Kontanter	50868	92728	180041	138284	112537
Kortsiktige investeringer	16669	1071	57911	33330	0
SUM finansielle eiendeler	67537	93799	237952	171614	112537
<i>Finansiell gjeld</i>					
Finansielle derivater	0	0	0	5719	7782
Gjeld til kredittinstitusjoner (kortsiktig)	592501	57729	35993	62962	68733
Annen langsiktig gjeld	0	0	2808	2508	2205
Gjeld til kredittinstitusjoner (langsiktig)	0	414856	450986	455385	324432
SUM finansiell gjeld	592501	472585	489787	526574	403152
Netto finansiell gjeld (NFO)	-524964	-378786	-251835	-354960	-290615
Egenkapital (NOA-NFO)	177670	516250	574465	529885	538297
Minoritetsinteresser	2427	4038	644	496	491
Alminnelig egenkapital	175243	512212	573821	529389	537806

Tabell 6: Reformulering av balansen

Posten varige driftsmidler inkluderer alle skipene Golden Ocean disponerer. Dette gjelder både eide, leide og skip under bygging. Årsaken til at jeg valgte å inkludere leide og skip under bygging skyldes at avtalene er strukturert finansielt sett som et kjøp, med opsjon om å kjøpe som en del av kontrakten.

Investeringer, fordringer og gjeld til tilknyttede selskap er i forbindelse med Joint Venture, og plasseres dermed blant de operasjonelle eiendelene og gjelden.

Posten kontanter plasseres i finansielle eiendeler. Dette skyldes at størstedelen av disse kontantene er disponert overskuddskapital som det tjenes rente på (Golden Ocean 2010, Penman 2010).

4.3 Reformulering av resultatregnskapet

Resultatregnskapet er en oppstilling av selskapets inntekter og kostnader for regnskapsperioden. Ved å reformulere resultatregnskapet på samme måte som balansen, vil man eksplisitt se hvilke inntekter og kostnader som kan tilskrives det operasjonelle og det finansielle. "Dirty-surplus" elementene som ble identifisert i reformuleringen av egenkapitaloppstillingen, skal legges til driftsresultatet etter skatt slik at fullstendig nettoresultat gir et fullstendig bilde av lønnsomheten i perioden (Penman, 2010).

	2008	2009	2010	2011	2012
(beløp i tusen USD)					
Driftsinntekter					
Salgsinntekter	877278	355910	378629	316294	227137
Andre driftsinntekter	70225	0	6250	822	2703
Gevint avgang varige driftsmidler	209119	51279	3166	0	0
SUM driftsinntekter	1156622	407189	388045	317116	229840
Driftskostnader					
Transportkostnad og kommisjoner	-136805	-77084	-65878	-70798	-37054
Kostnader til drift av skip	-16687	-25768	-30723	-36333	-41468
Kostnader leie av charter	-544166	-123008	-139384	-72627	-29747
Administrative kostnader	-14662	-10374	-10074	-10732	-13207
Avskrivninger og amortiseringer	-11435	-23358	-30717	-33824	-35792
Nedskrivning varige driftsmidler	0	0	0	-38700	-30288
Tap på fordringer	0	0	0	0	-6199
Annet	-36025	-14525	16168	6644	-1720
SUM driftskostnader	-759780	-274117	-260608	-256370	-195475
Driftsresultat før skatt	396842	133072	127437	60746	34365
Skatt					
Rapportert skattekostnad	-59	-108	-89	-86	-67
Skatteeffekt fra finansiering	0	0	0	0	0
SUM skatt	-59	-108	-89	-86	-67
Driftsresultat etter skatt	396783	132964	127348	60660	34298
Andre inntekter etter skatt					
Verdi av service på opsjonsprogram	569	270	726	982	989
Kontantbetaling av aksjeopsjoner	-2430	0	0	0	0
Omregning valuta	0	0	0	-85	0
Kostnader ført mot egenkapital	-11184	0	0	0	0
Driftsresultat etter skatt	383738	133234	128074	61557	35287
Finansposter					
Finansinntekter	3939	620	827	1195	1372
Finanskostnader	-20163	-15730	-20350	-23087	-21356
Andre finansielle poster	657	100149	209	-10474	-2717
Nedskrivning finansielle omløpsmidler	0	0	0	-14099	0
Endr. verdi finansielle investeringer	-22920	22893	6871	-6871	0
Skatteeffekt	0	0	0	0	0
SUM finansposter	-38487	107932	-12443	-53336	-22701
Fullstendig nettoresultat	345251	241166	115631	8221	12586

Tabell 7: Reformulering av resultatregnskapet

Posten andre driftsinntekter er inntekter fra Joint Venture aktivitetene til Golden Ocean, samt inntekter på diverse fraktbaserte futures kontrakter. Det samme gjelder annet posten under driftskostnader. Begge disse er operasjonelle elementer.

Som det fremkommer betaler Golden Ocean skatt, men skatteeffekten er satt lik null. Dette skyldes at morselskapet er lokalisert på Bermuda, hvor det ikke er selskapsskatt. Skatten som fremkommer over er skatt betalt av datterselskapene lokalisert i Singapore og i Oslo. Videre utgjør skattekostnaden en svært liten andel av driftsresultatet, noe som igjen betyr at skatteeffekten er enda mindre. Dette er bakgrunnen for hvorfor jeg valgte å sette skatteeffekten lik null.

De fire "dirty-surplus" elementene er tatt inn i det reformulerte resultatregnskapet under andre inntekter etterskatt. Dette skyldes at disse inntektene og kostnadene er ført mot egenkapitalen etter skatt (Penman, 2010).

Andre finansielle poster er gevinst og tap på renteswapper, valutatransaksjoner og andre investeringsrelaterte derivater.

4.4 Reformulering av kontantstrømoppstillingen

Selskapets kontantstrømoppstilling er en oppsummering av selskapets kontantstrømmer fordelt på ulike aktiviteter. Kontantstrømmer fra operasjonelle aktiviteter er inntekter og kostnader knyttet til den vanlige driften, mens investeringsaktiviteter er selskapets investeringer i varige driftsmidler og utstyr. Finansieringsaktiviteter er kontantstrømmene knyttet til egenkapital og gjeldsfinansiering. Ved å reformulere kontantstrømoppstillingen kan den frie kontantstrømmen identifiseres, som er kontantstrømmene fra operasjonelle aktiviteter fratrasket investeringsaktiviteter. Den frie kontantstrømmen forteller hvor mye selskapet generer av netto kontantstrømmer gjennom den normale driften, samt hvor mye som er igjen til å betjene fordringshaverne (egenkapital og gjeld). Videre splitter den reformulerte kontantstrømoppstillingen finansieringsaktivitetene opp i egenkapitalfinansiering og gjeldsfinansiering (Penman, 2010; Krantz, 2010).

	2008	2009	2010	2011	2012
(beløp i tusen USD)					
FRI KONTANTSTRØM					
<i>Operasjonelle aktiviteter</i>					
Rapp. kontantstrøm fra operasjonelle aktiviteter	194360	146159	165234	131617	121054
Gevinst/tap kjøp av konvertible obligasjoner	830	97572	0	0	0
Urealisert gevint/tap på valutaforwards	0	1704	2375	0	0
Endring derivater og andre finansielle poster	-51001	0	0	-9331	-2063
Kontantstrøm operasjonelle aktiviteter (C)	144189	245435	167609	122286	118991
<i>Investeringsaktiviteter</i>					
Rapp. Kontantstrøm fra investeringsaktiviteter	7985	147984	-10196	129087	-13878
Kontantstrøm investering (I)	7985	147984	-10196	129087	-13878
Fri kontantstrøm (C-I)	136204	97451	177805	-6801	132869
TOTAL FINANSIERINGSSTRØM					
<i>Egenkapitalfinansiering</i>					
Dividende utbetalinger	347074	0	57432	50312	22
Tilbakekjøp av aksjer	15889	0	0	2465	4154
Utstedelse av aksjer	-1314	-108003	0	0	0
Oppgjør aksjeopsjoner	2430	0	0	0	0
Kontantstrøm egenkapital (d)	364079	-108003	57432	52777	4176
<i>Gjeldsfinansiering</i>					
Nedbetaling leasingkontrakter	10920	7432	7909	6835	6255
Nedbetaling langsiktig gjeld	385371	93686	192551	60837	127864
Nedbetaling konvertible obligasjoner	8463	72115	0	0	7700
Ny langsiktig gjeld	-333742	-141702	-205787	-93125	-11250
Finansieringskostnader	1527	2585	929	1767	2031
Gevinst/tap kjøp av konvertible obligasjoner	830	97572	0	0	0
Urealisert gevint/tap på valutaforwards	0	1704	2375	0	0
Endring derivater og andre finansielle poster	-51001	0	0	-9331	-2063
Rentekostnader	0	31950	23850	26200	20522
Netto endring i betalingsmidler	-250243	40112	98546	-52761	-22366
Kontantstrøm gjeld (F)	-227875	205454	120373	-59578	128693
Total finansieringsstrøm (d+F)	136204	97451	177805	-6801	132869

Tabell 8: Reformulering av kontantstrømoppstillingen

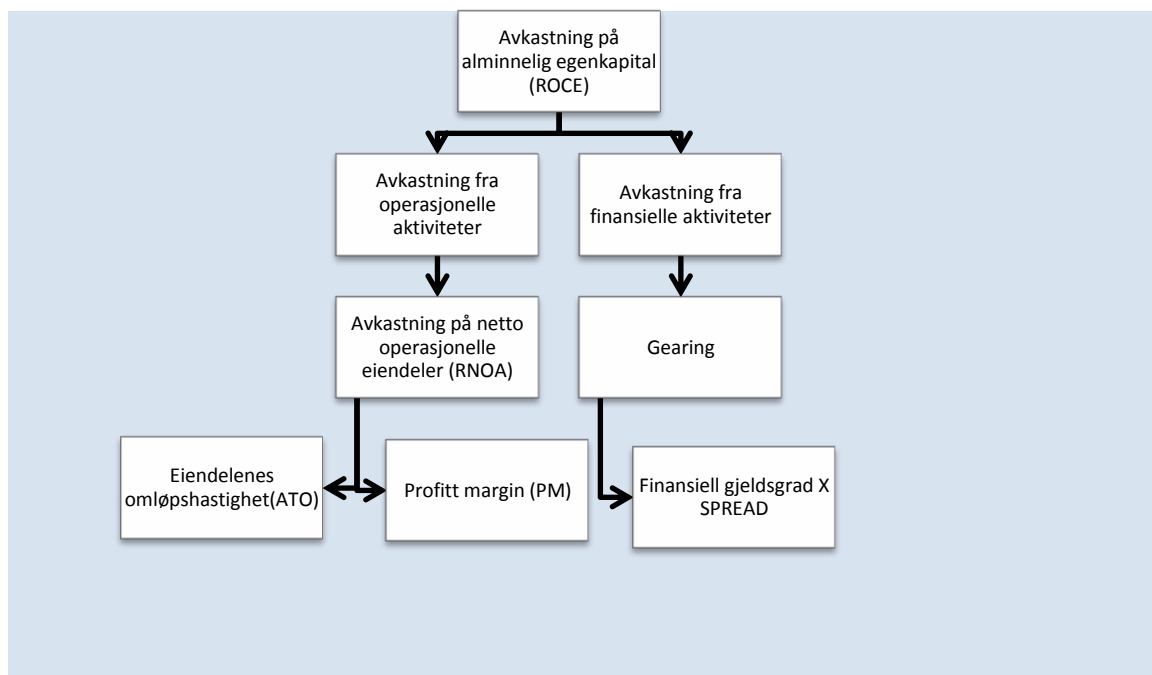
Postene gevinst/tap på konvertible obligasjoner, urealisert gevinst/tap valutaforwards og endring derivater er flyttet til gjeldsfinansiering, da disse anses som en disponering av fri kontantstrøm og ikke knytter seg til den normale driften.

Som tidligere nevnt betaler ikke morselskapet selskapsskatt på Bermuda, og følgelig er det ikke justert for skatteeffekt i selskapets operasjonelle kontantstrømmer.

Den operasjonelle aktiviteten gevinst/tap på salg av finansielle eiendeler, og investeringsaktivitetene kjøp og salg av finansielle eiendeler har ikke blitt reklassifisert. Årsaken til dette er at det fremkommer av notene i årsregnskapet at disse aktivitetene kan tilskrives en strategisk investering i Knightsbridge Tankers (Golden Ocean, 2010). Basert på beløpenes størrelse og hyppighet, antas dette å være en del av den normale driften og ikke en disponering av overskuddskapital.

4.5 Lønnsomhetsanalyse

I lønnsomhetsanalysen deles avkastning på alminnelig egenkapital (ROCE) inn i komponenter. Ved å analysere de forskjellige komponentene, vil man kunne identifisere verdidriverne bak avkastningen og deres betydning for lønnsomheten. Dette vil øke forståelsen for selskapets evne til å skape verdier i nåtid, og muliggjør en kvalifisert estimering av fremtidig verdiskapning (Penman, 2010).



Figur 14: Komponenter av lønnsomheten (Kilde: Penman, 2010)

[illegible]**Tabell 9: Lønnsomhetsanalysen**

Avkastning på alminnelig egenkapital (ROCE)

Dette nøkkeltallet viser lønnsomheten i selskapet sett fra et investorperspektiv. Det avdekker hvor mye profitt selskapet genererer som en prosentandel av investorenes gjennomsnittlige egenkapital. Nøkkeltallet kan videre deles inn i to komponenter, bestående av et operasjonelt element og et finansielt element. Denne dekomponeringen gjør at analytikeren kan se hvor både driverne og risikoen knyttet til lønnsomhet ligger (Penman, 2010).

$$ROCE = \frac{\text{Fullstendig nettoresultat}}{\text{Gj.snittlig alminnelig egenkapital}} = RNOA + (\text{FLEV} \times \text{SPREAD})$$

Golden Ocean har de siste fire årene en meget sterk gjennomsnittlig ROCE på 24,12%. Dette kan i all grad tilskrives ROCE i 2009 på hele 71,32%. Avkastningen dette året er noe misvisende, da selskapet mer enn doblet egenkapitalfinansieringen fra året forut. Ved så stort sprik mellom IB og UB egenkapital (CSE), vil dette matematisk sett redusere nevneren i brøken og dermed gi en høyere verdi. Hvis man derimot bare ser på de siste tre årene, har Golden Ocean en gjennomsnittlig ROCE på 8,38%. Sammenlignet med Penmans (2010) mediantall for shippingmarkedet hvor ROCE er 11,4%, er dette noe svakere enn markedet. Ved å bare se på de to siste årene, er gjennomsnittlig ROCE for Golden Ocean 1,92%, noe som er meget svakt sammenlignet med medianen.

Avkastning på netto operasjonelle eiendeler (RNOA)

Nøkkeltallet viser lønnsomheten selskapet har på sine netto operasjonelle eiendeler. Dette er det operasjonelle elementet i dekomponeringen av ROCE på første nivå, og ville uten gearing effekten fra gjeld vært lik ROCE. Videre kan RNOA dekomponeres videre til nivå to, og består av profittmargin (PM) og eiendelenes omløpshastighet (ATO) (Penman, 2010).

$$RNOA = \frac{\text{Driftsresultat etter skatt}}{\text{Gj.snittlig NOA}} = \text{PM} \times \text{ATO}$$

Golden Oceans avkastning på netto operasjonelle eiendeler (RNOA) har de siste fire årene hatt et gjennomsnitt på 10,72%, noe som antas å være gjennomsnittlig for bransjen basert på Penman (2010) median for sektoren på 9,1%. Gjennomsnittet for de tre og to siste årene er igjen svakere enn medianen, og nøkkeltallet er i en fallende trend.

Finansielt gjeldsnivå (FLEV)

Nøkkeltallet viser hvor stor andel av selskapets finansiering som er netto finansiell gjeld (NFO) kontra alminnelig egenkapital (CSE). Dette er det ene finansielle elementet i dekomponeringen av ROCE på første nivå (Penman, 2010).

$$\text{FLEV} = \frac{\text{Gj.snittlig NFO}}{\text{Gj.snittlig CSE}}$$

Selskapets gjennomsnittlige gjeldsgrad har vært på konservative 0,77, noe som ligger i nærheten av medianen på 0,793 (Penman, 2010). Videre har selskapet redusert gjeldsandelen ytterligere de seneste årene.

SPREAD

Dette nøkkeltallet er avkastning på netto operasjonelle eiendeler (RNOA) pluss avkastning på netto finansiell gjeld (RNFO), hvor sistnevnte som regel er negativ avkastning (gjeldskostnad). Dette er det andre finansielle elementet i dekomponeringen av ROCE på første nivå. Hvis et selskap har positiv SPREAD, indikerer dette gunstig gjeldsfinansiering, som blir ytterligere forsterket av FLEV. Disse to komponentene utgjør den såkalte gearing effekten, og muliggjør en ROCE større en RNOA. Videre har

disse komponentene et informativt aspekt da de indikerer hvor godt et selskap utnytter sin gjeldsfinansiering (Penman, 2010).

$$\text{SPREAD} = \text{RNOA} + \left(\frac{\text{NFE}}{\text{NFO}} \right) = \text{RNOA} + \text{RNFO}$$

Den gjennomsnittlige SPREAD for selskapet har de siste fire årene i gjennomsnitt vært 9,55%, noe som betyr gunstig gjeldsfinansiering. Utviklingen de senere årene har vært en nedgang, hvor gjennomsnittet for de siste to årene er -6,65%. En SPREAD på 40,56% kombinert med en FLEV på 1,34 i 2009 ser man at gearing effekten stod for en stor andel av ROCE på 71,32% dette året.

Profitt margin

Nøkkeltallet viser hvor mye profitt selskapet sitter igjen med av omsetningen, og indikerer ved sammenligning av andre selskaper lønnsomhet og det totale kostnadsbildet. Dette elementet er det ene av dekomponeringen av RNOA på nivå to (Penman, 2010).

$$\text{PM} = \frac{\text{Driftsresultat etter skatt}}{\text{Salgsinntekter}}$$

Golden Oceans profitt margin har gjennomsnittlig vært 26,56% i perioden, og er meget sterkt i forhold til medianen for sektoren på 12,6%. Utviklingen de siste årene har vært en stabil nedgang som beveger seg mot medianen.

Eiendelenes omløpshastighet

Nøkkeltallet viser netto operasjonelle eiendelers evne til å generere omsetning. Dette er det andre elementet i dekomponeringen av RNOA på nivå to (Penman, 2010).

$$\text{ATO} = \frac{\text{Salgsinntekter}}{\text{Gj.snittlig NOA}}$$

Golden Oceans ATO har en fallende trend, og gjennomsnittet for perioden på 0,38 som fremstår som svakt sammenlignet med medianen på 0,61 for shipping markedet.

4.6 Vekstanalyse

Vekst utgjør et viktig aspekt av en fundamental verdsettelse, da det er veksten som gjør at et selskap har en fundamental substansverdi forskjellig fra den bokførte. Penman (2010) definerer vekst som et selskaps evne til å generere avkastning utover avkastningskravet, den såkalte superprofitten (residual earnings).

Analysen av Golden Oceans vekst starter med å utarbeide et kjernedriftsregnskap, hvor selskapets kjerneaktiviteter blir identifisert og isolert. Dette gjøres for å skille mellom de elementene som er stabile og muliggjør fremtidig vekst, fra de elementene som hører til sjeldenhetene og ikke inngår i selskapets kjerneaktiviteter.

	2008	2009	2010	2011	2012
(beløp i tusen USD)					
Kjerne driftsinntekter					
Salgsinntekter	877278	355910	378629	316294	227137
Andre driftsinntekter	70225	0	6250	822	2703
SUM kjerne driftsinntekter	947503	355910	384879	317116	229840
Kjerne driftskostnader					
Transportkostnad og kommisjoner	-136805	-77084	-65878	-70798	-37054
Kostnader til drift av skip	-16687	-25768	-30723	-36333	-41468
Kostnader leie av charter	-544166	-123008	-139384	-72627	-29747
Administrative kostnader	-14662	-10374	-10074	-10732	-13207
Avskrivninger og amortiseringer	-11435	-23358	-30717	-33824	-35792
Nedskrivning varige driftsmidler	0	0	0	-38700	-30288
Annet	-36025	-14525	16168	6644	-1720
SUM kjerne driftskostnader	-759780	-274117	-260608	-256370	-189276
Kjerne driftsresultat før skatt	187723	81793	124271	60746	40564
Skatt					
Rapportert skattekostnad	-59	-108	-89	-86	-67
Skatteeffekt	0	0	0	0	0
SUM skatt	-59	-108	-89	-86	-67
Kjerne driftsresultat etter skatt	187664	81685	124182	60660	40497
Uvanlige poster					
Gevinst/avgang varige driftsmidler	209119	51279	3166	0	0
Tap på fordringer	0	0	0	0	-6199
Verdi av service på opsjonsprogram	569	270	726	982	989
Kontantbetaling av aksjeopsjoner	-2430	0	0	0	0
Omregning valuta	0	0	0	-85	0
Kostnader ført mot egenkapital	-11184	0	0	0	0
SUM Uvanlige poster	196074	51549	3892	897	-5210
Driftsresultat etter skatt	383738	133234	128074	61557	35287
Finansposter					
Finansinntekter	3939	620	827	1195	1372
Finanskostnader	-20163	-15730	-20350	-23087	-21356
Andre finansielle poster	657	100149	209	-10474	-2717
Nedskrivning finansielle omløpsmidler	0	0	0	-14099	0
Endring finansielle investeringer	-22920	22893	6871	-6871	0
Skatteeffekt	0	0	0	0	0
SUM finansposter	-38487	107932	-12443	-53336	-22701
Fullstendig nettoresultat	345251	241166	115631	8221	12586

Tabell 10: Kjernedriftsregnskap

Posten gevinst/avgang på varige driftsmidler er blitt klassifisert under unormale poster. Årsaken til dette er postens store uregelmessighet gjennom perioden. Ifølge Penman (2010) skal inntekter og kostnader som hører til sjeldenhetene klassifiseres som unormale. På den annen side opplyser Golden Ocean i sine årsrapporter at deres forretningsområde er å bygge, eie og drifte skip innen tørrbulk. Ved å legge til grunn en fortolkning av eie, innebærer dette kjøp og salg, og av den grunn kunne denne posten inngått i selskapets kjerneaktiviteter. Likevel valgte jeg å klassifisere den som unormal.

Posten nedskrivninger av varige driftsmidler har blitt beholdt blant kjerneaktivitetene, selv om den ser tilsynelatende sporadisk ut. Årsaken til dette er at posten i tidligere år har vært en del av en annen post, men etter 2010 har selskapet valgt å skille ut denne til en egen post.

Posten tap på fordringer har blitt flyttet grunnet sin sjeldenhet (kun 2012), og anses dermed som unormal.

”Dirty surplus” elementene er plassert under uvanlige poster grunnet sin uregelmessighet. Verdi av service på opsjonsprogram fremstår derimot som noenlunde regelmessig, men antas av natur å være uregelmessig, og ikke en del av selskapets kjerneaktiviteter.

Som tidligere nevnt er det et selskaps evne til å generere en avkastning utover avkastningskravet som gir vekst, den såkalte superprofitten (residual earnings). Penman (2010) definerer superprofitt som:

$$\text{Superprofitt}_t = (\text{ROCE}_t - r_E) \times \text{CSE}_{t-1}$$

Som det fremkommer av formelen over er superprofitten, og dermed veksten, drevet av økning i avkastning på alminnelig egenkapital (ROCE) og vekst i alminnelig egenkapital (CSE). Ved å ta utgangspunkt i nøkkeltall fra lønnsomhetsanalysen og verdier i kjernedriftsregnskapet, kan disse verdidriverne dekomponeres. Dekomponeringen muliggjør en detaljert analyse av hva som driver vekst i både ROCE og CSE (Penman, 2010).

	2008	2009	2010	2011	2012
(beløp i tusen USD)					
Salgsinntekter	877278	355910	378629	316294	227137
Kjerne driftsresultat etter skatt (Core OI)	187664	81685	124182	60660	40497
Uvanlige poster (UI)	196074	51369	3892	897	-5210
Gj.snittlig netto operasjonelle eiendeler (NOA)		798835	860668	855573	856879
Gj.snittlig netto finansiell gjeld (NFO)		451875	315311	303398	322788
Eiendelenes omløpshastighet (ATO)		0,45	0,44	0,37	0,27
Finansiell gjeldsgrad (FLEV)		1,34	0,58	0,55	0,60
(SPREAD)		40,56 %	10,93 %	-10,38 %	-2,91 %
Vekst gjennom lønnsomhet					
Kjerne profittmargin (Core sales PM)	21,39 %	22,95 %	32,80 %	19,18 %	17,83 %
Δ Kjerne profittmargin (Δ Core sales PM)		1,56 %	9,85 %	-13,62 %	-1,35 %
Δ Eiendelenes omløpshastighet (Δ ATO)			-0,01	-0,07	-0,10
Uvanlige poster/netto operasjonelle eiendeler (UI/NOA)		6,43 %	0,45 %	0,10 %	-0,61 %
Δ Uvanlige poster/netto operasjonelle eiendeler (Δ UI/NOA)			-5,98 %	-0,35 %	-0,71 %
Δ RNOA for ΔKjerne profittmargin			4,39 %	-5,99 %	-0,50 %
Δ RNOA for Δ Eiendelenes omløpshastighet (ATO)			-0,18 %	-1,35 %	-1,87 %
Δ RNOA for ΔUI/NOA			-5,98 %	-0,35 %	-0,71 %
Δ Avkastning på netto operasjonelle eiendeler (ΔRNOA)			-1,78 %	-7,69 %	-3,08 %
FLEV x SPREAD		54,21 %	6,35 %	-5,71 %	-1,76 %
Δ FLEV x SPREAD			-47,86 %	-12,06 %	3,95 %
Δ ROCE			-49,63 %	-19,75 %	0,87 %
Vekst i alminnelig egenkapital (CSE)					
Δ Salgsinntekter		-521368	22719	-62335	-89157
1/ATO		2,24	2,27	2,70	3,77
Δ 1/ATO			0,03	0,43	1,07
Δ Gj.snittlig netto finansiell gjeld (NFO)			-136564	-11913	19390
Δ CSE for Δ Salgsinntekter			50992	-141695	-241169
Δ CSE for Δ 1/ATO			10841	136599	242475
Δ CSE for Δ NFO			136564	11913	-19390
Δ CSE			198397	6818	-18084

Tabell 11: Vekstanalyse

Vekst gjennom lønnsomhet

Lønnsomhet måles gjennom avkastning på alminnelig egenkapital (ROCE). Som tidligere definert:

$$ROCE = RNOA + [FLEV \times SPREAD]$$

Veksten/endringen i RNOA dekomponeres på følgende måte (Penman, 2010):

$$\Delta RNOA_t = (\Delta \text{Kjerne PM}_t \times ATO_{t-1}) + (\Delta ATO_t \times \text{Kjerne PM}_t) + \left(\Delta \frac{UI}{NOA}\right)$$

Som det fremkommer av vekstanalysen, har Golden Ocean hatt en negativ vekst i RNOA de siste tre årene. Utviklingen kan forklares i all hovedsak av endringer i kjerne PM, men i 2010 utgjorde uvanlige poster omtrent halvparten av endringen. Årsaken bak dette var en stor reduksjon i inntektene som følge av poster som ikke inngår i selskapets kjerneaktivitet (uvanlige poster). Videre har selskapet hatt en relativt stor negativ ROCE i de to foregående årene, men svak positiv det siste året. Som det fremkommer av analysen kan den store negative ROCE tilskrives endringer knyttet til gearing effekten ($\Delta FLEV \times SPREAD$) i 2010 og 2011.

Vekst i alminnelig egenkapital

Vekst i alminnelig egenkapital (CSE) er definert på følgende måte:

$$\Delta CSE = \Delta NOA - \Delta NFO$$

Videre kan veksten i netto operasjonelle eiendeler dekomponeres på følgende måte (Penman, 2010):

$$\Delta CSE_t = (\Delta \text{Salgsinntekter}_t \times \frac{1}{ATO_{t-1}}) + (\Delta \frac{1}{ATO}_t \times \text{Salgsinntekter}_t) - (\Delta NFO_t)$$

Som det også fremkommer i vekstanalysen hadde selskapet en stor økning i CSE i 2010, en liten økning i 2011 og en nedgang i 2012. I 2010 fremkommer det at veksten i CSE skyldes i hovedsak stor nedbetaling av gjeld, samt økte salgsinntekter. I 2011 var det en nedgang i salgsinntekter, samt en økning i behovet for NOA for å generere en enhet salgsinntekter ($1/ATO$). I 2012 var fallende salgsinntekter og opptak av ny gjeld de negative effektene på CSE, mens en økning i $1/ATO$ utgjorde den positive effekten.

4.7 Risikoanalyse

I denne delen av regnskapsanalysen foretas det en nøkkeltallsanalyse basert på selskapets rapporterte årsregnskap, for å kartlegge og vurdere risiko knyttet til likviditet og soliditet. Likviditet defineres som selskapets betalingsevne på kort sikt, mens soliditet er selskapets evne til å innfri forpliktelser på lang sikt og tåle tap (Tellefsen og Langli, 2007).

De rapporterte tallene og nøkkeltallene er oppsummert i tabellen under.

	2008	2009	2010	2011	2012
(beløp i tusen USD)					
Rapporterte tall					
Anleggsmidler	820794	957755	964899	1013078	877090
Mest likvide omløpsmidler	142298	125458	256113	194403	127214
Omløpsmidler	145780	129846	262320	198993	233289
Totale eiendeler	1006658	1087601	1227219	1212071	1110379
Egenkapital	177670	516251	574463	529884	538296
Kortsiktig gjeld	666905	82938	69742	99434	127390
Langsiktig gjeld	162083	488413	583012	582752	444692
Total gjeld	828988	571351	652754	682186	572082
Nøkkeltall					
Likviditetsgrad 1	0,22	1,57	3,76	2,00	1,83
Likviditetsgrad 2	0,21	1,51	3,67	1,96	1,00
Arbeidskapital	-521125	46908	192578	99559	105899
Finansierungsgrad 1	2,42	0,95	0,83	0,91	0,89
Gjeldsgrad	4,67	1,11	1,14	1,29	1,06
Egenkapitalandel	0,18	0,47	0,47	0,44	0,48

Tabell 12: Risikoanalyse

4.7.1 Likviditetsanalyse

$$\bullet \text{ Likviditetsgrad 1} = \frac{\text{Omløpsmidler}}{\text{Kortsiktig gjeld}}$$

Dette nøkkeltallet viser i hvilken grad omløpsmidlene er finansiert med kortsiktig gjeld. Omløpsmidler og kortsiktig gjeld kan ses på som et anslag på hvor mye som vil bli betalt inn og ut av selskapet i en gitt periode, og derfor brukes dette nøkkeltallet som et mål på selskapets likviditet (Tellefsen og Langli, 2007).

Golden Ocean hadde en svak likviditetsgrad 1 i 2008, men har hatt en god likviditetsgrad de seneste fire årene som har ligget rundt anbefalingen på 2.

$$\bullet \text{ Likviditetsgrad 2} = \frac{\text{Mest likvide omløpsmidler}}{\text{Kortsiktig gjeld}}$$

Dette nøkkeltallet er primært det samme som likviditetsgrad 1, men består bare av de mest likvide omløpsmidlene. For Golden Ocean er dette kontanter, kundefordringer og kortsiktige finansielle investeringer.

Golden Ocean hadde en svak likviditetsgrad 2 i 2008, men har etterpå ligget over anbefalingen på 1. Golden Oceans likviditetsgrader sett opp mot anbefalingene, kan indikere at selskapet har god likviditetsmessig stilling. En svakhet med disse nøkkeltallene er at de ikke fanger opp om omløpsmidlene kan konverteres til kontanter innen den kortsiktige gjelden forfaller. Videre kan det stilles spørsmålsteget med selskapets kundefordringer, om det kan forventes at disse i sin helhet blir

mottatt. Dette er kanskje et større problem innen shipping enn i andre bransjer, da et rederi har få men store kundefordringer (Jmf. Golden Oceans likviditetsproblemer i 2009). Videre poengterer Tellefsen og Langli (2007) at anbefalingene til likviditetsgradene ble utviklet for mange år siden, og ikke er like gjeldende i dag. Årsaken til dette er den teknologiske utviklingen som har redusert tidsbruken av transport og vareleveranser, kreditt og lån fås raskere enn før og enkelte omløpsmidler (eksempelvis aksjer) kan omgjøres til kontanter på minutter. Omløpsmidlene kan med andre ord være langt lavere enn tidligere, og dermed må anbefalingene tillegges mindre vekt enn før.

4.7.2 Soliditetsanalyse

- Finansieringsgrad = $\frac{\text{Anleggsmidler}}{\text{Langsiktig kapital}}$

Dette nøkkeltallet viser i hvilken grad anleggsmidlene (varige driftsmidler) er finansiert med langsiktig kapital, altså langsiktig gjeld og egenkapital. En lavere finansieringsgrad indikerer langsiktig finansiering, og dermed bedre soliditet (Tellefsen og Langli, 2007).

Golden Ocean hadde en høy finansieringsgrad på 2,42 i 2008, som indikerer at anleggsmidlene var finansiert kortsiktig. Etter 2008 har selskapet hatt en finansieringsgrad under 1, og dette anses dermed som positivt for soliditeten.

- Egenkapitalandel = $\frac{\text{Egenkapital}}{\text{Totalkapital}}$

Dette nøkkeltallet viser hvor mye av eiendelene som er finansiert gjennom egenkapital, og dermed hvor mye eiendelene kan falle i verdi før kreditorenes krav kommer i fare. Høyere egenkapitalandel indikerer dermed bedre soliditet (Tellefsen og Langli, 2007).

Golden Ocean hadde en egenkapitalandel på 0,18 i 2008, men har ligget jevnt på litt under 0,5 (50%) siden, og dette anses som en høy egenkapitalandel.

- Gjeldsgrad = $\frac{\text{Gjeld}}{\text{Egenkapital}}$

Nøkkeltallet viser forholdet mellom eksterne finansieringskilder og egenkapitalen som har gått med til å finansiere selskapets eiendeler. Lavere gjeldsgrad indikerer lavere konkurrisiko (Tellefsen og Langli, 2007).

Selskapet hadde en høy gjeldsgrad på 4,67 i 2008, men har ligget rundt 1,15 de siste årene. Dette anses som en lav gjeldsgrad.

- Arbeidskapital = Omløpsmidler – Kortsiktig gjeld = Langsiktig gjeld + Egenkapital - Anleggsmidler

Dette nøkkeltallet indikerer hvor mye av omløpsmidlene som er finansiert med langsiktig kapital. En positiv arbeidskapital betyr at selskapet har relativt mye langsiktig gjeld, som betyr at betjening av kortsiktig gjeld kan gjøres gjennom likvide omløpsmidler om nødvendig (Tellefsen og Langli, 2007).

Selskapet hadde negativ arbeidskapital i 2008, men har hatt positiv arbeidskapital siden. Dette anses som positivt på soliditeten.

Golden Ocean har de seneste fire årene hatt stabile tall bestående av en lav finansieringsgrad, høy egenkapitalandel, lav gjeldsgrad og positiv arbeidskapital. Selv om det ikke er noe fasit på hva disse tallene bør være, er det ingen indikasjon i nøkkeltallene på at det foreligger noen risiko. Dermed anses soliditeten som god.

5. Avkastningskrav

Sentralt i enhver fundamental verdsettelse er prisen på kapitalen, avkastningskravet. Teoretisk sett har dette sitt grunnlag i alternativkost tankegang, hvor en investering skal belastes kostnaden for sin beste alternative anvendelse. Avkastningskravet skal dermed representere risikoen og tidsverdien forbundet med investeringen for investoren (Bodie, Kane og Marcus, 2008; Thoresen, 2006).

Jeg kommer først til å estimere avkastningskravet på egenkapital, deretter gjeldskostnaden og til slutt selskapets avkastningskrav på totalkapitalen.

5.1 Avkastningskrav på egenkapitalen

Den dominerende modellen for å estimere avkastningskrav på egenkapital er kapitalverdimodellen (*Capital Asset Pricing Model*) (Bodie, Kane og Marcus, 2008; Thoresen, 2006). Modellen estimerer avkastningskravet på egenkapitalen som en funksjon av selskapets systematiske risiko (Sekundærkilder: Sharpe, 1964; Lintner, 1965; Mossin, 1966).

$$E(r_i) = r_f + \beta_i [E(r_M) - r_f]$$

$E(r_i)$: Forventet avkastning på egenkapitalen for selskap i

r_f : Risikofri rente

β_i : Systematisk risiko for selskap i

$E(r_M)$: Forventet avkastning på markedsporteføljen

Modellen er basert på porteføljeteorien, og har dermed en del forutsetninger om både investoren og markedet forøvrig. Investorene antas å være rasjonelle og risikoaverse, samt ha samme tidshorisont og sammenfallende prognoser om fremtidig avkastning og risiko (homogene forventninger).

Markedsmessig antas det at investorene kan både låne og spare til den samme risikofrie renten, ingen transaksjonskostnader, alle eiendeler er fullt omsettelige, all informasjon er tilgjengelig (høy effisiens) og tilbudet av eiendeler er gitt (Bøhren og Michaelsen, 2006).

5.1.1 Risikofri rente

Den risikofrie renten er den avkastning en investor kan oppnå ved en (teoretisk sett) risikofri investering (Bodie, Kane og Marcus, 2008). Som proxy for den risikofrie renten har jeg valgt å bruke renten på 10årige amerikanske statsobligasjoner. Årsaken til dette er at Golden Ocean er et selskap som opererer på verdensmarkedet, og da antas det mest formålstjenlig å benytte en "risikofri" investering som er globalt tilgjengelig.

Bloomberg oppgir på sine nettsider at renten på 10årige amerikanske statsobligasjoner er 1,95% per 31.12.2012.

5.1.2 Systematisk risiko

Den systematiske risikoen (markedsrisikoen) til selskapet måles gjennom beta, som er et statistisk verktøy som kvantifiserer hvor risikabel en aksje er relativt til markedsporteføljen. Markedet vil alltid ha en beta lik en, og gjennom selskapets beta vil analytikeren kunne fastlå om selskapet har høyere eller lavere systematisk risiko enn markedet (Bodie, Kane og Marcus, 2008). Som proxy for markedsporteføljen har jeg valgt å benytte MSCI verdensindeksen (*Morgan Stanley Capital International World Index*), som er en indeks bestående av flere tusen selskaper over hele verden. Årsaken til at jeg valgte denne fremfor en nasjonal indeks var at jeg mener denne bedre representerer det globale markedet Golden Ocean opererer i, og dermed selskapets systematiske risiko.

I Vedlegg 2 er månedlige avkastningsdata i perioden 2010-2012 for både MSCI indeksen og Golden Ocean presentert. Ved å foreta en enkel regresjon fant jeg at stigningskoeffisienten til regresjonslinjen, altså beta, er lik 1,45.

Dette er en indikasjon på at Golden Ocean har større systematisk risiko enn markedet. Dagens Næringsliv oppgir i sin papirutgave (20.12.2012) at Golden Ocean har en 24 måneders beta på 1,31. Avisen oppgir ikke hvilken indeks som ble brukt som proxy for markedsporteføljen, men det antas at Oslo Børs Hovedindeks (OBX) eller Totalindeksen (OSEAX) er benyttet. Uten å spekulere videre i hvorfor betaverdiene er forskjellige, velger jeg å bruke min estimerte verdi og konkluderer med at Golden Ocean har høyere systematisk risiko enn markedet.

Sammendraget fra regresjonen er også presentert i Vedlegg 2. Det fremkommer at regresjonsmodellens forklaringskraft (R^2) er 48%. Dette betyr at forklaringsvariabelen (avkastning MSCI) bare forklarer omtrent halvparten av variasjonen i den uavhengige variabelen (avkastning Golden Ocean). Statistisk sett indikerer dette at det kanskje er en eller flere andre forklaringsvariabler som bedre forklarer variasjonen i Golden Ocean. Grunnet kapitalverdimodellens struktur, antas dette å være likt for de fleste selskaper. Jeg velger å fremdeles benytte modellen, men registrerer at dette er en svakhet.

5.1.3 Markedets risikopremie

Markedets risikopremie er den meravkastningen investorer forventer utover den risikofrie renten for en veldiversifisert portefølje (Bodie, Kane og Marcus, 2008). Som proxy for den veldiversifiserte markedsporteføljen har jeg igjen valgt MSCI verdensindeksen.

I Vedlegg 2 er den månedlige avkastningen for MSCI presentert for perioden 2010-2012. Gjennomsnittlig avkastning per måned var 0,44%. Annualisert blir dette: $(1,0044^{12}-1) \times 100\% = 5,41\%$.

Markedets risikopremie blir da: $5,41\% - 1,95\% = \underline{3,46\%}$.

5.1.4 Avkastningskrav på egenkapitalen

Basert på de estimerte verdiene, gir kapitalverdimodellen følgende avkastningskrav på egenkapitalen til Golden Ocean:

$$\begin{aligned} &= 1,95\% + 1,45 [3,46\%] \\ &= \underline{6,97\%} \end{aligned}$$

5.2 Gjeldskostnad

Golden Ocean oppgir i sin årsrapport (2012) at rentekostnaden på all gjeld er LIBOR pluss en gjennomsnittlig margin på 2,68 %. Videre opplyser selskapet at rentekostnaden normalt justeres på en månedlig basis.

LIBOR (*London InterBank Offered Rate*) er den gjennomsnittlige renten som tilbys på usikrede lån mellom bankene i Londons pengemarked, og blir publisert av British Bankers' Association (BBA). På sine hjemmesider oppgir BBA at en måneds LIBOR på USD var 0,2087 % per 31.12.2012. Annualisert blir dette: $(1,002087^{12}-1) \times 100 \% = 2,533348 \%$.

Golden Oceans gjeldskostnad blir da: $(2,53\%+2,68\%) = \underline{5,21\%}$

5.3 Avkastningskrav på totalkapitalen

Avkastningskravet på totalkapitalen er gitt som den vektete gjennomsnittlige kapitalkostnaden, bestående av avkastningskravet på egenkapitalen og gjeldskostnaden etter skatt (Bodie, Kane og Marcus, 2008).

$$r_{wacc} = r_E \left(\frac{E}{E+B} \right) + r_B \left(\frac{B}{E+B} \right) (1-t_c)$$

r_{wacc} : Vektet gjennomsnittlig kapitalkostnad

r_E : Avkastningskravet på egenkapitalen

r_B : Gjeldskostnaden

E: Markedsverdi av egenkapitalen

B: Netto rentebærende gjeld

t_c : Selskapsskatt

Golden Ocean (2012) hadde per 31.12.2012 utestående 447 261 796 aksjer til verdi NOK 3,94. Markedsverdien av egenkapitalen (E) var dermed: NOK 1 762 211 476.

Netto rentebærende gjeld fremkommer av den reformulerte balanseoppstillingen, og var per 31.12.2012 USD 290 615 000. I følge Norges Bank sine hjemmesider var valutakursen i desember 2012 USD/NOK 5,60430. Verdien av netto rentebærende gjeld (B) var dermed: NOK 1 628 693 645.

Totalverdien av kapitalen (E+B): NOK 3 390 905 121.

Selskapsskatt (t_c): 0%

Golden Oceans vektete gjennomsnittlige kapitalkostnad (r_{wacc}) blir dermed:

$$\begin{aligned} &= 6,97\% \left(\frac{1\,762\,211\,476}{3\,390\,905\,121} \right) + 5,21\% \left(\frac{1\,628\,693\,645}{3\,390\,905\,121} \right) (1-0,0) \\ &= 6,97\%(0,519688) + 5,21\%(0,480312) \\ &= \underline{6,13\%} \end{aligned}$$

Avkastningskravet på totalkapitalen blir dermed 6,13%. Selskapet selv oppgir i sin årsrapport (2012) en r_{wacc} på 6,92% for utgangen av 2012, ned fra 7,30% året før. Vel vitende om at selskapet sitter på både mer kunnskap og informasjon enn meg, klassifiserer jeg mitt estimat som nærmere nok og velge å benytte dette i den videre analysen.

6. Fremtidsregnskap

I denne delen av den fundamentale verdsettelsen skal fremtidige resultater estimeres. Disse danner grunnlaget for den senere verdsettelse, og er basert på de reformulerte regnskapene fra regnskapsanalysen og forståelse for selskapet for øvrig.

I den kommende verdsettelsen har jeg valgt å benytte den driftsrelaterte superprofitt modellen, og det er følgelig kjernedriftsregnskapet og netto operasjonelle eiendeler som må estimeres.

Estimeringsperioden settes til tre år frem i tid, altså frem til 2015. Årsaken til dette er fallet i fraktratene fra historisk høye i 2008 til historisk lave i 2012. Markedskonsesus blant eksterne analytikere og aktørene selv, er en stabilisering av fraktratene og markedet for øvrig gjennom de neste tre årene. Etter 2015 er shippinganalytikere delt i synet på utviklingen videre, mens aktørene selv er obligatorisk optimistiske. Thoresen (2006) påpeker at en analytiker verken skal være optimist eller pessimist, men realist. Jeg har valgt å ha fokus på dette, og da det ikke er fundamentale faktorer som skulle tilsi retning og styrke på utviklingen etter 2015, har jeg valgt å stoppe der.

6.1 Estimering av kjernedriftsresultat

Jeg velger å basere estimeringen på kjernedriftsregnskapet identifisert under vekstanalysen. Årsaken til dette er at elementene i dette regnskapet inngår i selskapets kjerneaktiviteter, er relativt stabile over tid og spiller en signifikant rolle i selskapets videre vekst.

Kjernedriftsinntekter

Golden Oceans kjernedriftsinntekter består av to poster, salgsinntekter og andre driftsinntekter. Sistnevnte er i hovedsak salgsinntekter knyttet til Joint Venture, og utgjør en svært liten del av selskapets totale kjernedriftsinntekter. Jeg har derfor valgt å slå sammen de to postene til kjernedriftsinntekter.

I tabellen under er kjernedriftsinntektene og veksten i disse presentert. Videre er tørrbulkratene og veksten i disse tatt med. Som nevnt i begynnelsen av denne oppgaven, opererer Golden Ocean i både Capesize og Panamax segmentet. Selskapet skiller ikke inntektene fra disse to segmentene i sitt årsregnskap, noe som er problematisk da fraktratene er forskjellige fra de to segmentene grunnet størrelse og transportdistanser. Jeg har derfor valgt å bruke de generelle tørrbulkratene som blir presentert i markedsrapporten til RS Platou (RS Platou Shipbrokers). Disse fraktratene er de gjennomsnittlige fraktratene for tørrbulkmarkedet som helhet, vektet i dødvektstonn (dwt). Det antas at disse fraktratene illustrerer den generelle utviklingen i fraktratene Golden Ocean forholder seg til.

	2008	2009	2010	2011	2012	Gj.snitt
(beløp i tusen USD)						
Kjernedriftsinntekter	947503	355910	384879	317116	229840	
Δ Kjernedriftsinntekter		-62,44 %	8,14 %	-17,61 %	-27,52 %	-24,86 %
Tørrbulkrater	64	26	27	15	9	
Δ Tørrbulkrater		-59,38 %	3,85 %	-44,44 %	-40,00 %	-34,99 %
Korrelasjonskoeffisienten	0,98					

Tabell 13: Utvikling kjernedriftsinntekter og tørrbulkrater 2008-2012

Som det fremkommer av tabellen er det en høy korrelasjon mellom kjernedriftsinntektene og tørrbulkratene. Siden det er fraktratene som driver inntektene, er det disse jeg har valgt å fokusere på når inntektene skal estimeres.

Utfordringen med tallmaterialet i perioden 2008-2012, er at fraktratene var historisk høye i 2008, og har deretter kollapset til historisk lave i 2012(e24, *Titanic tendenser i tørrlast*). Det gjennomsnittlige årlige fallet på 35% i perioden, kan dermed ikke betraktes som en god indikator på fremtidig utvikling.

Optimalt sett burde FFA kontrakter (Forward Freight Agreements) vært benyttet i estimeringen, men årsaken til at disse ikke er benyttet er todelt. FFA kontrakter er ifølge Martin Stopford (2009) svært like i utforming som en standard forward kontrakt, men har i tillegg spesifikasjoner om transportruten. Dette gjør FFA kontraktene svært unike, og relevante kontrakter for Golden Ocean blir vanskelig å finne da selskapet ikke opplyser om sine spesifikke transportruter. Videre handles FFA kontraktene via Baltic Exchange, hvor tilgangen til fullstendig historisk data krever årsabonnement. (Det antas at Baltic Exchange fokuserer på store institusjonelle kunder, da den opplyste prisen er £3 790,- p.a.)

Basert på eksterne analytikere og de største aktørene innen tørrbulk, er den gjeldende markedskonsesus at bunnen er nådd når det gjelder fraktratene. Videre forventes det en utflating fra 2012 nivå, med en bedring etter 2015 (Hegnar Online, *Bunnen er nådd*; Golden Ocean, 2012; Dryships Inc., 2012; Genco Shipping and Trading Ltd., 2012).

Jeg velger dermed å estimere utviklingen i fraktratene basert på utviklingen i året 2012 isolert sett, samtidig begrenser jeg estimeringsperioden til tre år grunnet usikkerheten knyttet til fremtidig utvikling etter 2015.

	Jan	Feb	Mar	Apr	Mai	Jun	Jul	Aug	Sep	Okt	Nov	Des	Gj.snitt
(beløp i tusen USD)													
Tørrbulkrater 2012	11	6	6	7,5	9	9,9	9	7,5	7,6	10,5	12	8	
Δ Tørrbulkrater 2012		-45 %	0 %	25 %	20 %	10 %	-9 %	-17 %	1 %	38 %	14 %	-33 %	0,38 %

Tabell 14: Utvikling tørrbulkrater 2012 (Kilde: RS Platou Shipbrokers)

Som det fremkommer av tabellen over, har det vært en svak gjennomsnittlig vekst i 2012 på 0,38%. Jeg velger å benytte denne veksten når jeg skal estimere kjernedriftsinntektene de neste tre årene.

	2013e	2014e	2015e	Gj.snitt
(beløp i tusen USD)				
Δ Kjernedriftsinntekter	0,38 %	0,38 %	0,38 %	0,38 %

Tabell 15: Estimert utvikling kjernedriftsinntekter 2013-2015

Kjernerdriftskostnader

I tabellen under er kjernerdriftskostnadene og utviklingen i disse presentert.

	2008	2009	2010	2011	2012	Gj.snitt
(beløp i tusen USD)						
Transportkostnad og kommisjoner	136805	77084	65878	70798	37054	
Δ Transportkostnad og kommisjoner		-43,65 %	-14,54 %	7,47 %	-47,66 %	-24,60 %
Kostnader til drift av skip	16687	25768	30723	36333	41468	
Δ Kostnader drift av skip		54,42 %	19,23 %	18,26 %	14,13 %	26,51 %
Kostnader leie av charter	544166	123008	139384	72627	29747	
Δ Kostnader leie av charter		-77,40 %	13,31 %	-47,89 %	-59,04 %	-42,75 %
Administrative kostnader	14662	10374	10074	10732	13207	
Δ Administrative kostnader		-29,25 %	-2,89 %	6,53 %	23,06 %	-0,64 %
Avskrivninger og amortiseringer	11435	23358	30717	33824	35792	
Δ Avskrivninger og amortiseringer		104,27 %	31,51 %	10,11 %	5,82 %	37,93 %
Nedskrivning varige driftsmidler	0	0	0	38700	30288	
Δ Nedskrivning varige driftsmidler		0,00 %	0,00 %	0,00 %	-21,74 %	-5,43 %
Annet	36025	14525	-16168	-6644	1720	
Δ Annet		-59,68 %	-211,31 %	-58,91 %	-125,89 %	-114 %

Tabell 16: Utvikling kjernerdriftskostnader 2008-2012

Før jeg begynner å estimere de fremtidige kostnadene, ønsker jeg å se hvordan korrelasjonen er mellom de forskjellige kostnadspostene og kjernerdriftsinntektene. Dette kan være en indikasjon på retning og styrke ved forandringer i omsetningen. Jeg er samtidig oppmerksom på at observert korrelasjon ikke nødvendigvis betyr kausalitet. Det antas at kjernerdriftsinntektene er en god indikasjon på selskapets aktivitetsnivå.

Korrelasjon	Kjernerdriftsinntekter
Transportkostnad og kommisjoner	0,96
Kostnader til drift av skip	-0,88
Kostnader leie av charter	1,00
Administrative kostnader	0,65
Avskrivninger og amortiseringer	-0,93
Nedskrivning varige driftsmidler	-0,53
Annet	0,79

Tabell 17: Korrelasjon kostnader og inntekter 2008-2012

- Transportkostnad og kommisjoner innbefatter alle kostnader som er forbundet med transport av last fra havn til havn, deriblant drivstoffkostnader. Det fremkommer at disse kostnadene er sterkt korrelert med kjernerdriftsinntektene, og er som forventet en funksjon av selskapets aktivitetsnivå. Videre er disse kostnadene også en funksjon av markedsprisen på drivstoff, som har hatt følgende utvikling i perioden.

	2008	2009	2010	2011	2012	Gj.snitt
(beløp i USD pr tonn)						
Bunker oljepris	150	220	470	540	700	
Δ Bunker oljepris		46,67 %	113,64 %	14,89 %	29,63 %	51,21 %

Tabell 18: Utvikling i bunker oljepris 2008-2012 (Kilde: RS Platou Shipbrokers)

Som det fremkommer har det vært en gjennomsnittlig 50% prisstigning per år i denne perioden, og med fallende transportkostnader skulle dette tilsi at kostnadsnivået er mer styrt av aktivitetsnivået (målt i kjernerdriftsinntekter) enn av prisen på drivstoff. Likevel velger jeg å se på den fremtidige prisutviklingen på drivstoff.

(beløp i USD per fat)	2012	2013	2014	2015
Oljefutures	100	93,81	89,71	86,65
Δ Oljefutures		-6,19 %	-4,37 %	-3,41 %

Tabell 19: Oljefutures 2012-2015 (Kilde: Yahoo! Finance)

I tabellen fremkommer det at det er priset inn en forventning til fallende oljepris, og dermed også fallende drivstoffkostnader for Golden Ocean. Med utgangspunkt i argumentasjonen om en utflating av kjernedriftsinntektene, og dermed også aktiviteten, tror jeg at selskapet også vil få en effekt av fallende oljepris. I estimeringen av fremtidig transportkostnad har jeg benyttet følgende formel: $(\text{Korrelasjonskoeffisient} \times \Delta \text{ kjernedriftsinntekter}_t) + \Delta \text{ oljepris}_t$. Den estimerte utviklingen ble -5,83% (2013), -4,01% (2014) og -3,05% (2015).

- Kostnader til drift av skip inkluderer mannskap og besetning, og har i perioden vært negativt korrelert med kjernedriftsinntektene. Denne trenden forventes å fortsette, og veksten estimeres dermed til å være: $(-0,88 \times 0,38\%) = \underline{0,33\%}$.
- Kostnader til leie av charter er også en funksjon av aktivitetsnivået, noe som sees gjennom den perfekte korrelasjonen. Den fremtidige utviklingen i disse kostnadene estimeres dermed til å være lik utviklingen for kjernedriftsinntektene: 0,38%.
- Administrative kostnader har holdt seg relativt stabile i hele perioden, og jeg velger dermed å holde disse på konstant 2012 nivå: 0%.
- Avskrivninger og amortiseringer antas å følge en strukturert (lineær) avskrivningsplan basert på den til enhver tid gjeldende flåtestørrelsen. Derfor velger jeg å sette denne posten lik veksten i varige driftsmidler: 3%.
- Nedskrivninger av varige driftsmidler defineres av Tellefsen og Langli (2007) som ikke-systematiske verdijusteringer av anleggsmidler. Som Stopford (2009) beskriver, er verdien av skipene en funksjon av de kontantstrømmene de forventer å generere. Basert på de historisk lave fraktratene, må det antas at en rekke verdijusteringer må foretas i årene som kommer som følge av skip kjøpt og bokført på et tidspunkt hvor fraktratene var høyere. Jeg velger derfor å estimere med en konstant nedskrivning med utgangspunkt i 2012 beløpet.
- Annet posten er kostnader knyttet til selskapets Joint Venture operasjoner. Disse kostnadene er godt korrelerte (0,79) med utviklingen i kjernedriftsinntektene, men er relativt små. Jeg velger dermed å beholde disse kostnadene på konstant 2012 nivå: 0%.

Skatt

Som nevnt tidligere betaler ikke morselskapet skatt, og skattekostnaden er dermed knyttet til datterselskapene og aktivitetene i dem.

	2008	2009	2010	2011	2012	Gj.snitt
(beløp i tusen USD)						
Skatt	-59	-108	-89	-86	-67	-81,8
Δ Skatt		83,05 %	-17,59 %	-3,37 %	-22,09 %	10,00 %

Tabell 20: Utvikling skatt 2008-2012

Da beløpene er små og forekommer relativt sporadisk, velger jeg å benytte gjennomsnittet for perioden i estimeringen (-81,8).

	2012	2013e	2014e	2015e
(beløp i tusen USD)				
Kjernerdriftsinntekter	229840	230713	231590	232470
SUM Kjernerdriftsinntekter	229840	230713	231590	232470
Transportkostnad og kommisjoner	-37054	-34894	-33495	-32473
Kostnader til drift av skip	-41468	-41605	-41742	-41880
Kostnader til leie av charter	-29747	-29860	-29974	-30087
Administrative kostnader	-13207	-13207	-13207	-13207
Avskrivninger og amortiseringer	-35792	-36865,8	-37971,7	-39110,9
Nedskrivning varige driftsmidler	-30288	-30288	-30288	-30288
Annet	-1720	-1720	-1720	-1720
SUM Kjernerdriftskostnader	-189276	-188439	-188397	-188766
SUM Kjernerdriftsresultat før skatt	40564	42274	43193	43704
Skatt	-67	-81,8	-81,8	-81,8
Kjernerdriftsresultat etter skatt	40497	42192	43111	43622

Tabell 21: Estimert fremtidig kjernerdriftsregnskap 2012-2015

6.2 Estimering av netto operasjonelle eiendeler

Operasjonelle eiendeler

I tabellen under er selskapets operasjonelle eiendeler presentert, basert på den reformulerte balansen. Immaterielle eiendeler har hatt en jevn nedgang, hvor posten stod i null 2012. Det antas dermed at denne posten er fullstendig nedskrevet, og har dermed blitt utelatt. Videre har eiendeler holdt for salg, som bare forekom i 2008, blitt utelatt.

	2008	2009	2010	2011	2012	Gj.snitt
(beløp i tusen USD)						
Varige driftsmidler	798207	940150	950832	1002397	867816	
Δ Varige driftsmidler		18 %	1 %	5 %	-13 %	3 %
Andre langsiktige fordringer	5000	6552	7010	7501	8026	
Δ Andre langsiktige fordringer		31 %	7 %	7 %	7 %	13 %
Investeringer og fordringer JV	0	150	1463	1575	1248	
Δ Investeringer og fordringer JV			875 %	8 %	-21 %	287 %
Kundefordringer	74761	31659	18161	22789	14677	
Δ Kundefordringer		-58 %	-43 %	25 %	-36 %	-28 %
Refunderbart avdrag på skipskanselleringer	0	0	0	0	100325	
Δ Refunderbart avdrag på skipskanselleringer						
Inventar	3482	4388	6207	4590	5750	
Δ Inventar		26 %	41 %	-26 %	25 %	17 %

Tabell 22: Utvikling i operasjonelle eiendeler 2008-2012

- Varige driftsmidler har hatt en gjennomsnittlig økning på 3% i perioden, og det antas at denne er en god indikasjon på fremtidige investeringer. Det kan argumenteres med at varige driftsmidler har falt fra året forut (-13%), men selskapet har uttrykt en motsykisk strategi når det gjelder kjøp av skip, derfor velger jeg å beholde 3% økningen (StockLink, *Kjøper nye skip*).
- Andre langsiktige fordringer har hatt en gjennomsnittlig økning på 13% i perioden, hvor mye kan tilskrives økningen i 2009. De seneste tre årene har det vært en jevn økning på 7%, og jeg velger dermed bruke dette estimatet på fremtidig utvikling.

- Investeringer og fordringer i Joint Venture består av to poster, men jeg valgte å slå dem sammen. Grunnet posten relativt lave verdi og uregelmessighet, velger jeg å holde denne posten på konstant 2012 nivå, altså ingen vekst.

- Kundefordringer har hatt en gjennomsnittlig årlig nedgang på 28% i perioden. Denne posten er sterkt korrelert med kjernedriftsinntektene (0,97), og basert på argumentasjonen tidligere om en utflating, tror jeg denne posten vil ha en svak stigning i årene som kommer. Utviklingen i denne posten estimeres dermed til å være: $0,97 \times 0,38\% = 0,37\%$.

- Refunderbart avdrag på skipskanselleringer antas å være en langsiktig og statisk fordring, hvorpå jeg velger å beholde den på konstant 2012 nivå uten vekst.

- Inventaret har hatt en gjennomsnittlig økning på 17% årlig i perioden. Forandringen i perioden fremkommer noe tilfeldig, og jeg velger dermed å beholde også denne posten på konstant 2012 nivå, uten vekst.

	2013e	2014e	2015e
(beløp i tusen USD)			
Varige driftsmidler	3 %	3 %	3 %
Andre langsiktige fordringer	7 %	7 %	7 %
Investeringer og fordringer JV	0 %	0 %	0 %
Kundefordringer	0,37 %	0,37 %	0,37 %
Refunderbart avdrag på skipskanselleringer	0 %	0 %	0 %
Inventar	0 %	0 %	0 %

Tabell 23: Estimert fremtidig vekst i operasjonelle eiendeler 2013-2015

Operasjonell gjeld

I tabellen under er den operasjonelle gjelden presentert, med utgangspunkt i den reformulerte balanseoppstillingen. Postene avsetning provisjoner og uopptjent inntekt forekom bare i 2008. Disse antas å ikke forekomme igjen, og har dermed følgelig blitt utelatt.

	2008	2009	2010	2011	2012	Gj.snitt
(beløp i tusen USD)						
Leasing forpliktelser (kortsiktig)	10181	3530	6112	6426	6837	
Δ Leasing forpliktelser (kortsiktig)		-65 %	73 %	5 %	6 %	5 %
Gjeld tilknyttede selskap	3690	2040	871	655	1328	
Δ Gjeld tilknyttede selskap		-45 %	-57 %	-25 %	103 %	-6 %
Leverandørgjeld	33097	19639	26766	23672	42710	
Δ Leverandørgjeld		-41 %	36 %	-12 %	80 %	16 %
Leasing forpliktelser (langsiktig)	90803	73557	129218	124859	118055	
Δ Leasing forpliktelser (langsiktig)		-19 %	76 %	-3 %	-5 %	12 %

Tabell 24: Utvikling operasjonell gjeld 2008-2012

- De kortsiktige leasingforpliktelsene har hatt en gjennomsnittlig utvikling i perioden på 5%, noe som også er trenden de to siste årene. Jeg velger dermed å beholde den gjennomsnittlige veksten på 5% i estimeringen.

- Gjeld tilknyttede selskap har hatt en utvikling som virker tilsynelatende tilfeldig, og grunnet postens relative lave beløp settes utviklingen i denne posten til konstant 2012 nivå, 0% vekst.

- Leverandørgjelden har hatt en sporadisk utvikling gjennom perioden, med en gjennomsnittlig årlig vekst på 16%. Det fremkommer etter mitt skjønn ikke noe identifiserbart mønster, og derfor velger jeg å anta at leverandørgjelden vokser i takt med veksten i kjernedriftsinntektene, 0,38%.
- De langsiktige leasingforpliktelsene har hatt en gjennomsnittlig årlig utvikling på 12 %, men denne økningen kan i stor grad tilskrives den store økningen i 2010. Trenden de siste to årene har vært en nedgang på henholdsvis 3 og 5 prosent, og jeg velger dermed å estimere den fremtidige veksten i denne posten til å være -4%.

	2013e	2014e	2015e
(beløp i tusen USD)			
Leasing forpliktelser (kortsiktig)	5 %	5 %	5 %
Gjeld tilknyttede selskap	0 %	0 %	0 %
Leverandørgjeld	0,38 %	0,38 %	0,38 %
Leasing forpliktelser (langsiktig)	-4 %	-4 %	-4 %

Tabell 25: Estimert fremtidig vekst i operasjonell gjeld 2013-2015

Netto driftsrelaterte eiendeler

Tabellen under viser de estimerte fremtidige postene med utgangspunkt i veksten jeg har konkludert med.

	2012	2013e	2014e	2015e
(beløp i tusen USD)				
<i>Operasjonelle eiendeler</i>				
Varige driftsmidler	867816	893850	920666	948286
Andre langsiktige fordringer	8026	8588	9189	9832
Investeringer og fordringer JV	1248	1248	1248	1248
Kundefordringer	14677	14731	14786	14841
Refunderbart avdrag på skipskanselleringer	100325	100325	100325	100325
Inventar	5750	5750	5750	5750
SUM operasjonelle eiendeler	997842	1024493	1051964	1080282
<i>Operasjonell gjeld</i>				
Leasing forpliktelser (kortsiktig)	6837	7179	7538	7915
Gjeld tilknyttede selskap	1328	1328	1328	1328
Leverandørgjeld	42710	42872	43035	43199
Leasing forpliktelser (langsiktig)	118055	122777	127688	132796
SUM operasjonell gjeld	168930	174156	179589	185237
Netto operasjonelle eiendeler (NOA)	828912	850336	872374	895044

Tabell 26: Estimert fremtidige netto operasjonelle eiendeler 2012-2015

7. Verdsettelse

I denne delen av den fundamentale verdsettelsen vil den relevante modellen som benyttes bli presentert, og deretter vil modellen bli anvendt på Golden Ocean for å finne et verdiestimat basert på fremtidsregnskapet.

7.1 Den driftsrelaterte superprofittmodellen

Denne modellen er en modifisert utgave av superprofittmodellen, men bygger på det samme grunnleggende prinsippet. Egenkapitalen kan ha en fundamental substansverdi forskjellig fra den bokførte, avhengig av selskapets evne til å generere en avkastning utover avkastningskravet. Ved å fokusere på det operasjonelle aspektet gjennom den reformulerte balansen og kjernedriftsregnskapet, avdekkes selskapets evne til å skape verdi fremfor regnskapsmessig lønnsomhet. Det antas videre at den netto finansielle gjelden (NFO) er bokført til sin fundamentale substansverdi, da det ikke forventes merkostnad (residual net financial expense) utover gjeldskostnaden (financial expense), og den diskonterte nåverdien dermed er lik den bokførte (Penman, 2010).

Den driftsrelaterte superprofitten (ReOI) er definert som følger (Penman, 2010):

$$ReOI_t = OI_t - (\rho - 1)NOA_{t-1}$$

OI_t : Kjernedriftsresultat etter skatt på tidspunkt t

ρ : $1 + r_{wacc}$

NOA: Netto operasjonelle eiendeler

Den driftsrelaterte superprofitten (ReOI) er altså den estimerte driftsinntekten fratrasket den forventede avkastningen på netto operasjonelle eiendeler. Det er denne meravkastningen diskontert som ifølge modellen gjør at fundamental substansverdi fraviker fra den bokførte. Den fullstendige modellen for verdsettelse er definert som følger (Penman, 2010):

$$CSE_0 = NOA_0 - NFO_0 + \frac{ReOI_1}{\rho_F} + \frac{ReOI_2}{\rho_F^2} + \frac{ReOI_3}{\rho_F^3} + \dots + \frac{ReOI_T}{\rho_F^T} + \frac{CV_T}{\rho_F^T}$$

Nåverdien av egenkapitalen er altså netto operasjonelle eiendeler (NOA) fratrasket netto finansiell gjeld (NFO), pluss nåverdien av superprofitten i estimeringsperioden, pluss en horisontverdi (Continuing Value). Horisontverdien (CV) kan regnes ut på flere måter, og er sterkt avhengig av analytikerens syn/estimat på fremtidig vekst generelt, utvikling i kjernedriftsresultat og utvikling i netto operasjonelle eiendeler.

7.2 Horisontverdien (CV)

Fundamental verdsettelse er i høy grad basert på en diskontert nåverdi av fremtidige estimer, noe som betyr at det i realiteten kan estimeres uendelig mange år fremover såfremt man antar at selskapet vil bestå. For å begrense estimeringsperioden, og dermed også risikoen i estimatene, inneholder modellen en horisontverdi (Continuing Value). Denne verdien er ment å være summen av analytikerens syn på selskapets fremtidige utvikling etter estimeringsperioden (Penman, 2010; Damodaran, 2002). Ifølge Penman (2010) kan denne horisontverdien ha en av tre mulige utfall:

Scenario 1: $CV_T = 0$

Scenario 2: $CV_T = \frac{ReOI_{T+1}}{\rho_F - 1}$

Scenario 3: $CV_T = \frac{ReOI_{T+1}}{\rho_F - g}$

I det første scenarioet antas det at selskapet vil generere den forventede avkastning (altså ingen driftsrelatert superprofitt), i andre scenario antas det at superprofitten vil være konstant, mens i tredje scenario antas superprofitten å vokse med en konstant vekstrate (eks. vekst i BNP) (Penman, 2010; Damodaran, 2002).

Jeg har i mine fremtidsestimater basert meg på det jeg mener er den mest sannsynlige utviklingen forankret i fundamentale faktorer og faktisk informasjon. De estimatene som har størst verdi, og dermed størst virkning på superprofitten, er kjernedriftsinntektene og varige driftsmidler. I estimatene av inntektene har jeg basert meg på den forventede utviklingen i fraktratene, noe som betyr at utviklingen i disse de neste tre årene er tilnærmet lik null (0,38%). Selskapet har videre opplyst en motsyklisk investeringsstrategi, som betyr en økning i varige driftsmidler i tiden fremover (3%). Et varig driftsmiddel (skip) i shipping sammenheng og av størrelsen Golden Ocean har på sine båter, tar rundt 2-3år før de er leveringsklare (avhengig av kapasitet). Dette er noe jeg kunne tatt høyde for i inntektene, men valgte å ikke gjøre det grunnet den rapporterte veksten i den totale tørrbulkflåten på verdensbasis. Capesize vokste med 13% og Panamax vokste med 17% i 2012 (RS Platou). Videre med en fallende utnyttelse av den totale tørrbulkflåten, antok jeg at Golden Ocean ikke ville se en inntektseffekt av investeringene de gjorde i min estimeringsperiode.

Resultatet av disse antakelsene var en stadig økende negativ driftsrelatert superprofitt (ReOI), grunnet inntekter som øker med 0,38% og den største NOA posten øker med 3%. Ved å benytte horisontverdien kalkulert etter scenario 2 og 3, ville dette ført til en stor negativ horisontverdi, som ville priset egenkapitalen til tilnærmet ingenting. Dette skyldes den innebygde lineariteten i disse metodene, og er bakgrunnen for denne drøftelsen.

Som nevnt innledningsvis er horisontverdien (CV) tiltenkt å summere opp analytikerens syn på utvikling etter estimeringsperioden. Etter mitt skjønn blir det da feil å benytte en lineær estimering da de bakenforliggende mekanismene tilsier en konvergering mot avkastningskravet på sikt, og dermed en superprofitt lik null.

Golden Ocean investerer i dag motsyklisk i varige driftsmidler, som tilsier at de forventer en inntektseffekt på sikt. Skulle denne effekten utebli, vil selskapet før eller siden med økonomisk ulønnsomhet (ikke nødvendigvis regnskapsmessig) avslutte investeringene, og dette vil presse superprofitten opp mot null (fra negativ). Dette vil gå fortere om de selger varige driftsmidler, gitt at disse ikke generer inntekt. På den annen side, hvis Golden Ocean hadde hatt en stor superprofitt, ville de investert kraftig i varige driftsmidler, for dermed å presse superprofitten ned mot null.

Som jeg påpekte i den strategiske analysen, består shippingbransjen av mange homogene aktører, hvor ingen har markedsmessig stor påvirkning. Markedet styres av den aggregerte sykliske aktiviteten til alle aktørene, og dermed mener jeg at superprofitten i denne bransjen alltid vil konvergere mot null. Sagt med andre ord, en aktør vil aldri kunne opprettholde en superprofitt (negativ eller positiv) over tid grunnet markedsmekanismen.

Dermed konkluderer jeg med at horisontverdien (CV), altså forventet nåverdi av driftsrelatert superprofitt i fremtiden, settes lik null. Dette på tross av at tallmaterialet i min estimeringsperiode ikke skulle tilsi det.

7.3 Verdsettelse av Golden Ocean Group Ltd.

Basert på fremtidsregnskapet, estimerte veksttall, den vektete gjennomsnittlige kapitalkostnaden og antakelsen av horisontverdi (CV), kommer jeg frem til et verdiestimat på USD 1,15 per aksje. Ved å ta utgangspunkt i en valutakurs på USD/NOK = 5,8, blir verdiestimatet NOK 6,66 for norske investorer.

Aksjen ble omsatt 25.05.2013 til NOK 6,10, med stigende trend. Jeg anser derfor mitt verdiestimat til å ikke avvike betydelig fra markedsverdi.

Verdsettelsen er oppsummert i tabellen under.

	2012	2013e	2014e	2015e
(beløp i tusen USD)				
Kjernerdriftsresultat etter skatt (OI)	40497	42192	43111	43622
Netto operasjonelle eiendeler (NOA)	828912	850336	872374	895044
ReOI		-8620	-9014	-9854
Diskonteringsrate (6,13%)		1,061	1,126	1,195
Nåverdi av ReOI		-8122	-8003	-8244
Total nåverdi av ReOI	-24369			
Horisontverdi (CV)				0
Nåverdi av horisontverdi (PV of CV)	0			
Selskapsverdi	804543			
Netto finansiell gjeld (NFO)	290615			
Verdi av egenkapital (CSE)	513928			
Antall aksjer (i tusen)	447261,796			
Verdi per aksje i USD	1,15			
Valutakurs	5,8			
Verdi per aksje NOK	6,66			

Tabell 27: Verdsettelse av Golden Ocean

8. Sensitivitetsanalyse

Det vil alltid være usikkerhet knyttet til fremtidige estimater, og da kan det være hensiktsmessig å utføre en sensitivitetsanalyse (Thoresen, 2006). Denne analysen tar sikte på å identifisere hvor sensitiv et verdiestimat er for endringer i de mest kritiske nøkkeltallene. Samtidig kan analysen også identifisere risikomomenter knyttet til en endring i selve nøkkeltallet eller forutsetningene det er basert på.

8.1 Vekst i kjernedriftsinntekter og varige driftsmidler

Med utgangspunkt i modellen benyttet for verdsettelsen, er veksten i posten kjernedriftsinntekter og veksten i varige driftsmidler de to mest kritiske. I tabellen under har jeg presentert endringen i verdiestimatet (i NOK) med bakgrunn i endringer i disse postene. Alt annet beholdes på et konstant nivå.

		Δ Kjernedriftsinntekter						
		-50 %	-25 %	-10 %	0,38 %	10 %	25 %	50 %
Δ Varige driftsmidler	50 %	0,06	2,33	4,17	5,69	7,29	10,2	16,26
	25 %	0,61	2,88	4,72	6,24	7,84	10,75	16,81
	10 %	0,91	3,18	5,02	6,54	8,14	11,04	17,11
	3 %	1,03	3,3	5,15	6,66	8,27	11,17	17,24
	-10 %	1,26	3,53	5,37	6,89	8,49	11,4	17,46
	-25 %	1,49	3,76	5,6	7,12	8,73	11,63	17,7
	-50 %	1,83	4,1	5,94	7,46	9,06	11,96	18,03

Tabell 28: Sensitivitetsanalyse av nøkkeltall

Spredningen i veksten for begge postene ($\pm 50\%$) kan ved første øyekast se noe "hissig" ut, men dette er faktisk volatilitet som forekommer i shippingmarkedet. Eksempelvis falt kjernedriftsinntektene til Golden Ocean med 62,44% fra 2008 til 2009. Dette var riktignok starten på en kollaps i fraktratene, men det illustrerer poenget.

Mitt verdiestimat som en funksjon av nøkkeltallene jeg konkluderte med i fremtidsregnskapet, er markert i tabellen. Ved å bevege seg horisontalt ser man effekten av endringer i kjernedriftsinntektene med konstant varige driftsmidler. Motsatt ved å bevege seg vertikalt ser man effekten av endringer i varige driftsmidler med konstante inntekter.

To ting kan konkluderes fra sensitivitetsanalysen. Golden Oceans verdiestimat er betydelig mer sensitiv for endringer i kjernedriftsinntektene, enn av endringer i varige driftsmidler. Videre indikerer analysen at en investering i varige driftsmidler vil føre til et fall i verdiestimatet, såfremt det ikke fører til en økning i kjernedriftsinntektene.

Sistnevnte moment underbygger min konklusjon om horisontverdien (CV) fra verdsettelsen. En investering i varige driftsmidler gjøres med en forventning om fremtidig økning av inntektene, men samtidig vil dette øke det aggregerte tilbudet, og dermed skape et press mot reduserte inntekter. Reduserte inntekter vil skape et incentiv for rederiene å selge unna sine varige driftsmidler. Dette vil fortsette helt til det aggregerte tilbudet er så svekket, at det vil skape et press mot økte inntekter. Shippingmekanismen er syklisk av natur, og dermed vil superprofitten alltid konvergere mot null.

8.2 Avkastningskravet

I denne analysen ser jeg på endringer i verdiestimatet som en funksjon av forskjellige avkastningskrav. Årsaken til at denne analysen er blitt gjort, er at det ville vært feil å latt være. I tabellen under har jeg presentert verdiestimatet for diverse avkastningskrav.

2,00 %	3,00 %	4,00 %	5,00 %	6,13 %	7,00 %	8,00 %
7,95	7,62	7,3	7	6,66	6,42	6,14
9 %	10 %	11 %	12 %	13 %	14 %	15 %
5,88	5,63	5,38	5,14	4,92	4,7	4,48
20 %	25 %	30 %	35 %	40 %	45 %	50 %
3,52	2,7	2,01	1,41	0,89	0,44	0,05

Tabell 29: Sensitivitetsanalyse av avkastningskravet

Som forventet kan det konkluderes at verdiestimatet er negativt korrelert med avkastningskravet. Videre observerer jeg at verdiestimatet svekker seg mindre enn økningen i avkastningskravet. Hadde jeg derimot konkludert med i verdsettelsen at Golden Ocean ville hatt en driftsrelatert superprofitt som ville holde seg på et konstant nivå eller vokse med en fast vekstrate i all overskuelig fremtid, ville jeg fått en betydelig høyere sensitivitet på verdiestimatet for endringer i avkastningskravet.

9. Relativ verdsettelse

I denne delen vil det bli utført en relativ verdsettelse, som tar sikte på å identifisere verdien av et selskap basert på nøkkeltall fra sammenlignbare selskap (Damodaran, 2002). Som nevnt under verdsettelsesteorien er dette en enkel metode, og er dermed tiltenkt som et supplement til den fundamentale verdsettelsen. Videre kan denne verdsettelsen i tillegg gi interessant informasjon om markedet for øvrig, både hva gjelder prising og forventninger til fremtiden.

Jeg har identifisert tre sammenlignbare selskap, som alle er rendyrkede tørrbulkrederier. Optimalt sett kunne verdsettelsen med fordel hatt flere selskaper, men de fleste rederiene opererer i mange segmenter (tank, container, kjemikalie etc.) hvor markedsutviklingen har vært forskjellig fra tørrbulk. Videre er egenkapital (*book value*), årsresultat (*earnings*), salgsinntekter (*sales*) og kontantstrøm (*cash flow from operations*) hentet fra selskapenes årsrapporter, mens markedsverdien (*price*) er hentet fra de respektive børsene NYSE, OSE og NASDAQ (Yahoo! Finance).

I tabellen under er de forskjellige nøkkeltallene og den relative verdsettelsen presentert.

(tall i tusen USD)									
Selskap	Markedsverdi	Bokført egenkapital	Årsresultat	Salgsinntekter	Kontantstrøm	P/B	P/E	P/S	P/CF
Dryships Inc.	707920	3868019	-246778	1210139	-86475	0,18	n/a	0,58	n/a
Genco Shipping and Trading Ltd.	68210	1261207	-157776	226453	-18834	0,05	n/a	0,30	n/a
Diana Shipping Inc.	821130	1266424	64639	220785	119886	0,65	12,70	3,72	6,85
Gj.snitt						0,30	n/a	1,54	n/a
Golden Ocean	470396	538296	11597	229840	121055	0,87	40,56	2,05	3,89
Relativ verdi P/B	158885								
Relativ verdi P/S	352830								
Gj. Snitt	255858								
Antall aksjer	447261,796								
Valutakurs	5,8								
(tall i NOK)									
Verdi pr. aksje P/B	2,06								
Verdi pr aksje P/S	4,58								
Gj. Snitt	3,32								

Tabell 30: Relativ verdsettelse

Som det fremkommer av tabellen er nøkkeltallene (P/E) og (P/CF) utelatt, da sammenligningsgrunnlaget har negative verdier. Basert på gjennomsnittlig (P/B) har Golden Ocean en relativ verdi på 2,06, mens basert på gjennomsnittlig (P/S) har de en relativ verdi på 4,58. Den relative verdien basert på begge disse nøkkeltallene gir et verdiestimat på 3,32. Alle disse verdiestimatene avviker betydelig fra mitt verdiestimat på NOK 6,66.

Årsaken til avvikene kan i stor grad tilskrives den generelle situasjonen i tørrbulkmarkedet. Som det fremgår av tabellen prises samtlige selskaper lavere enn den bokførte verdien av egenkapital. Dette indikerer at markedet forventer og har priset inn et fall i egenkapital som følge av tap i tiden fremover. Genco Shipping er faretruende lavt priset, noe som kan indikere at markedet forventer at selskapet vil opphøre. Golden Oceans nøkkeltall ligger over gjennomsnittet og impliserer at markedet forventer mindre forringelse av egenkapitalen enn hos sammenlignbare selskap. Videre ser man at Golden Oceans (P/E) er betydelig høyere enn Diana Shipping, som indikerer at forventningene til Golden Oceans fremtidige årsresultat er tilsvarende høyere. (P/S) nøkkeltallet ligger også over gjennomsnittet for Golden Ocean. (P/CF) nøkkeltallet er lavere enn Diana Shipping, noe som indikerer markedet er villig til å betale mer grunnet høyere forventninger til vekst i kontantstrømmene til Diana Shipping enn for Golden Ocean.

Jeg konkluderer med at det betydelige avviket i verdiestimatet kan tilskrives markedets forventning (og prising) til fremtidig utvikling i tørrbulkmarkedet generelt, hvorpå Golden Oceans relative verdiestimat blir betydelig redusert som følge av lavere forventninger til sammenlignbare selskap.

10. Handlingsstrategi

Dette utgjør siste del i den fundamentale verdsettelsen av Golden Ocean, hvor estimert verdi sammenlignes med faktisk verdi, og det fremsettes en handlingsstrategi.

Ved å benytte den driftsrelaterte superprofitten (ReOI) kom jeg frem til en verdi av egenkapitalen til Golden Ocean på USD 513 928 000. Med utgangspunkt i 447 261 796 utestående aksjer, ble verdiestimatet på USD 1,15 per aksje. Videre ved å benytte en valutakurs på USD/NOK = 5,80, ble det endelige verdiestimatet NOK 6,66. Per 25.05.2013 omsettes aksjen på Oslo Børs til NOK 6,10, og dette anses ikke som et betydelig avvik.

Det vil alltid være knyttet usikkerhet til et verdiestimat basert på antatt fremtidig vekst. Likevel vil jeg påstå og argumentere for at Golden Ocean har en større oppside enn nedside.

Fraktratene i tørrbulkmarkedet falt fra historisk høye i 2008 til historisk lave i 2012, regnskapsperioden jeg dekker. Markedskonsesus blant eksterne analytikere og interne aktører er en utflating gjennom de neste tre årene.

Skulle fraktratene falle ytterligere, har Golden Ocean et varige konkurransemessig fortrinn gjennom sine finansielle ressurser, avdekket i den strategiske analysen. Videre har de en høy egenkapitalandel og god likviditet, avdekket i regnskapsanalysen, noe som reduserer risikoen for konkurs.

Skulle fraktratene holde seg på dagens nivå med tilnærmet ingen vekst, er dette allerede tatt høyde for i mine konservative vekstestimer, og mitt verdiestimat er høyere enn dagens markedspris.

Skulle fraktratene stige, vil dette ha en stor innvirkning på verdiestimatet, noe jeg avdekket i sensitivitetsanalysen. Golden Ocean har også en strategi (og kapital til) å investere motsyklisk, noe som setter dem i en gunstig posisjon skulle markedsforholdene snu. Ved å tolke nøkkeltallene benyttet i den relative verdsettelsen, ser man at Golden Ocean handles i snitt på høyere multipler enn sammenlignbare selskap. Dette tolker jeg som et positivt signal om at markedet forventer høyere vekst i Golden Ocean enn hos konkurrentene.

Det gis dermed en kjøpsanbefaling på Golden Ocean.

Referanseliste

Artikler:

Barney, J.B. *Firm resources and sustained competitive advantage*. Journal of management, VOL 17.

Lintner, John. 1965. *The Valuation of Risk Assets and the Selection of Risky Investments in Stock Portfolios and Capital Budgets*. Review of Economics and Statistics.

Mossin, Jan. 1966. *Equilibrium in a Capital Asset Market*. Econometrica.

Sharpe, William. 1964. *Capital Asset Prices: A Theory of Market Equilibrium*. Journal of Finance.

Bøker

Bergh, Finn Øystein. 2004. *Økonomiskolen*. Hognar Media.

Bodie, Zvi, Alex Kane og Alan J. Marcus. 2008. *Investments*. McGraw-Hill.

Bøhren, Øyvind og Dag Michaelsen. 2006. *Finansiell Økonomi*. Skarvet Forlag.

Damodaran, Aswath. 2002. *Investment Valuation*. John Wiley & Sons.

Krantz, Matt. 2010. *Fundamental Analysis*. John Wiley & Sons.

Løwendahl, Bente R. og Fred E. Wenstøp 2006.. *Grunnbok i strategi*. Damm & Søn.

Penman, Steven H. 2010. *Financial Statement Analysis and Security Valuation*. McGraw-Hill.

Porter, Michael E. 1980. *Competitive Strategy*. The Free Press.

Stopford, Martin. 2009. *Maritime Economics*. Routledge.

Tellefsen, Jan Terje og John Christian Langli. 2007. *Årsregnskapet*. Gyldendal Akademisk.

Thoresen, Ole. 2006. *Verdsettelse av aksjer*. Hognar Media.

Nettsider

(linkene er operative per 31.5.2013)

Bloomberg

United States Government Bonds

<http://www.bloomberg.com/markets/rates-bonds/government-bonds/us/>

CIA

Bermuda

<https://www.cia.gov/library/publications/the-world-factbook/geos/bd.html>

Der Spiegel Online

Jim O'Neill: "BRICS Have exceeded all expectations"

<http://www.spiegel.de/international/business/departing-goldman-sachs-exec-still-sees-bright-future-for-bric-nations-a-890194.html>

e24

Titanic tendenser i tørrlast

<http://e24.no/kommentarer/spaltister/titanic-tendenser-i-toerrlast/20287635>

Fondsfinans Research

<http://www.fondsfinans.no/en/files/2012/02/GOGL4Q11preview130212.pdf>

Frontline Ltd.

<http://frontline.bm/company/history.shtml>

<http://frontline.bm/company/operations.shtml>

Golden Ocean Group Ltd.

<http://www.goldenocean.no/?menu=17&id=6>

<http://www.goldenocean.no/?menu=26>

<http://www.goldenocean.no/?menu=33>

<http://www.goldenocean.no/?menu=39>

Hegnar Online

Bunnen er nådd i Shipping

<http://www.hegнар.no/bors/article685837.ece>

IEA (International Energy Agency)

Key world energy statistics 2012

<http://www.iea.org/publications/freepublications/publication/kwes.pdf>

Energy statistics manual

http://www.iea.org/publications/freepublications/publication/statistics_manual.pdf

na24

Frontline skiller ut aggressivt bulkrederi

<http://www.na24.no/imarkedet/arkiv/article1871874.ece>

na24

Her trykker de penger for harde livet

<http://www.na24.no/article3315364.ece>

Norges Bank
Valutakurser
<http://www.norges-bank.no/no/prisstabilitet/valutakurser/>

Reuters
Strongest dry bulk firms look past coming shakeout
<http://www.reuters.com/article/2012/03/12/shipping-drybulk-idUSL5E8EC33X20120312>

RS Platou Shipbrokers
Drybulk Market Report
http://www.platou.com/dnn_site/LinkClick.aspx?fileticket=KJexgMJ0S%2Bk%3D&tabid=121

RS Platou Shipbrokers
Market Report
http://www.platou.com/dnn_site/LinkClick.aspx?fileticket=ZH6mB%2B9UXqQ%3D&tabid=313

StockLink
Kjøper nye skip
<http://www.stocklink.no/Article.aspx?id=102750>

The Guardian
Europe accused of protectionism
<http://www.guardian.co.uk/business/2009/may/04/eu-blocks-free-trade>

UnctadStat
Long term debt
<http://unctadstat.unctad.org/TableViewer/tableView.aspx>

Yahoo! Finance
Crude Oil Futures
<http://finance.yahoo.com/q/fc?s=CLN13.NYM>

Årsrapporter

Golden Ocean Group Ltd. årsrapporter 2008-2012
http://www.goldenocean.no/?view=hugin_feed&feed=reports_list&menu=52

Dryships Inc 2012
<http://dryships.irwebpage.com/files/drys201220f.pdf>

Genco Shipping and Trading Ltd 2012
<http://phx.corporate-ir.net/phoenix.zhtml?c=190282&p=irol-presentations>

Diana Shipping Inc 2012
<http://www.dianashippinginc.com/default.asp?siteID=1&pageID=75&langID=1>

Vedlegg

Vedlegg 1: Golden Oceans Årsregnskap 2008-2012

Egenkapitaloppstilling 2008-2012

	2008	2009	2010	2011	2012
(beløp i tusen USD)					
Egenkapital IB	182884	166486	516251	574464	529885
Årsresultat	358295	240896	114905	7300	11597
Utstedelse av aksjer	1314	108003	0	0	
Tilbakekjøp av aksjer	-15889	0	0	-2465	-4153
Dividende	-347074	0	-57432	-50312	-22
Omreigning valuta	0	0	0	-85	0
Verdi av opsjonsprogram	569	270	726	982	989
Fusjonsrelatert justering (Golden Ocean Trading Ltd.)	0	596	13	0	0
Kontantbetaling av aksjeopsjoner	-2430	0	0	0	0
Kostnader ført mot egenkapital	-11184	0	0	0	0
Egenkapital UB	166485	516251	574463	529884	538296

Balansen 2008-2012

	2008	2009	2010	2011	2012
(beløp i tusen USD)					
EIENDELER					
<i>Anleggsmidler</i>					
Varige driftsmidler	798207	940150	950832	1002397	867816
Immaterielle eiendeler	17587	10903	5594	1605	0
Investeringer i tilknyttede selskap	0	150	1463	1575	1248
Langsiktige fordringer	5000	6552	7010	7501	8026
SUM anleggsmidler	820794	957755	964899	1013078	877090
<i>Omløpsmidler</i>					
Kontanter	50868	92728	180041	138284	112537
Kundefordringer	74761	31659	18161	22789	14677
Kortsiktige investeringer	16669	1071	57911	33330	0
Refunderbart avdrag på skipskanselleringer	0	0	0	0	100325
Inventar	3482	4388	6207	4590	5750
SUM omløpsmidler	145780	129846	262320	198993	233289
Eiendeler holdt for salg	40084	0	0	0	0
SUM EIENDELER	1006658	1087601	1227219	1212071	1110379
EGENKAPITAL OG GJELD					
<i>Egenkapital</i>					
Aksjekapital	27699	45699	45699	45699	44726
Egne aksjer	-6258	16635	23506	14110	16635
Overkursfond	14798	104801	104801	104801	99156
Annen egenkapital	139004	345078	399813	364778	377288
Aksjonærs egenkapital	175243	512213	573819	529388	537805
Minoritetsinteresser	2427	4038	644	496	491
SUM egenkapital	177670	516251	574463	529884	538296
<i>Langsiktig gjeld</i>					
Gjeld til kredittinstitusjoner	0	414856	450986	455385	324432
Leasing forpliktelser	90803	73557	129218	124859	118055
Uopptjent inntekt	71280	0	0	0	0
Andre finansielle forpliktelser	0	0	2808	2508	2205
SUM langsiktig gjeld	162083	488413	583012	582752	444692
<i>Kortsiktig gjeld</i>					
Gjeld til kredittinstitusjoner	592501	57729	35993	62962	68733
Leasing forpliktelser	10181	3530	6112	6426	6837
Leverandørgjeld	33097	19639	26766	23672	42710
Gjeld til tilknyttede selskaper	3690	2040	871	655	1328
Finansielle derivater	0	0	0	5719	7782
Avsetninger provisjoner	27436	0	0	0	0
SUM kortsiktig gjeld	666905	82938	69742	99434	127390
SUM gjeld	828988	571351	652754	682186	572082
SUM EGENKAPITAL OG GJELD	1006658	1087602	1227217	1212070	1110378

Resultatoppstillinger 2008-2012

	2008	2009	2010	2011	2012
(beløp i tusen USD)					
Driftsinntekter					
Salgsinntekter	877278	355910	378629	316294	227137
Andre inntekter	70225	0	6250	822	2703
Gevinst avgang varige driftsmidler	209119	51279	3166		
SUM driftsinntekter	1156622	407189	388045	317116	229840
Driftskostnader					
Transportkostnad og kommisjoner	-136805	-77084	-65878	-70798	-37054
Kostnader til drift av skip	-16687	-25768	-30723	-36333	-41468
Kostnader til leie av charter	-544166	-123008	-139384	-72627	-29747
Administrative kostnader	-14662	-10374	-10074	-10732	-13207
Avskrivninger og amortiseringer	-11435	-23358	-30717	-33824	-35792
Nedskrivning varige driftsmidler	0	0	0	-38700	-30288
Tap på fordringer	0	0	0	0	-6199
Annet	-36025	-14525	16168	6644	-1720
SUM driftskostnader	-759780	-274117	-260608	-256370	-195475
Driftsresultat	396842	133072	127437	60746	34365
Finansposter					
Finansiell inntekt	3939	620	827	1195	1372
Finansiell kostnad	-20163	-15730	-20350	-23087	-21356
Nedskrivning finansielle omløpsmidler	0	0	0	-14099	0
Andre finansielle poster	657	100149	209	-10474	-2717
SUM finansposter	-15567	85039	-19314	-46465	-22701
Resultat før skatt	381275	218111	108123	14281	11664
Skattekostnad	-59	-108	-89	-86	-67
Ordinært resultat	381216	218003	108034	14195	11597
Endring verdi finansielle eiendeler	-22920	22893	6871	-6871	0
Årsresultat	358296	240896	114905	7324	11597

Kontantstrømoppstillinger 2008-2012

	2008	2009	2010	2011	2012
(beløp i tusen USD)					
OPERASJONELLE AKTIVITETER					
Ordinært resultat	380143	218003	108034	14195	11597
<i>Justeringer</i>					
Kapitalisert docking og periodisk vedlikehold	0	0	0	0	-3430
Verdi av service på opsjonsprogram	569	270	726	982	989
Gevinst/tap på salg av finansielle eiendeler	-2	15563	9	14099	-505
Gevinst salg av eiendeler	-209119	-55240	-3166	0	0
Gevinst/tap tilknyttede selskap/JV	0	0	-408	-818	-1422
Renteinntekter	-3939	-620	-872	-1195	-1372
Rentekostnader	0	31950	23850	26200	20581
Gevinst/tap på kjøp av konvertible obligasjoner	-830	-97572	0	0	0
Avskrivninger og amortisering	11435	27179	30717	33824	35791
Amortisering utsatt kostnad	789	0	271	652	775
Verdiendring av skip	28527	3961	-16800	38700	30288
Amortisering imaterielle eiendeler	6320	0	0	0	0
Justering langsiktige fordringer	0	-325	-459	0	0
Urealisert gevinst/tap valuta	0	0	9024	0	0
Urealisert gevinst/tap på valuta forwards	0	-1704	-2375	0	0
Provisjoner	27436	-27436	0	0	0
Endring gjeld til tilknyttede selskaper	-813	-1650	-2073	688	675
Endring i andre poster	0	0	0	1065	-966
Endring derivater og andre finansielle poster	51001	0	0	9331	2063
Endring kundefordringer	-2302	46709	10958	-4629	8111
Endring inventar	6778	-906	-1819	1617	-1160
Endring leverandørgjeld og annen kortsiktig gjeld	-35838	-12023	6809	-3094	19039
Endring annen langsiktig gjeld	-60795	0	2808	0	0
Andre langsiktige fordringer	-5000	0	0	0	0
Netto kontantstrøm fra operasjonelle aktiviteter	194360	146159	165234	131617	121054
INVESTERINGSAKTIVITETER					
Endring i bundne midler	5122	-1747	11281	-11006	3382
Renter mottatt	3939	620	827	1195	1372
Investeringer varige driftsmidler	-420372	-177537	-173033	-119252	-41431
Dividende mottatt	0	0	0	0	1750
Salg av varige driftsmidler	451440	6830	171223		14970
Salg av finansielle eiendeler	6860	24000	0	-24	33835
Kjøp av finansielle eiendeler	-54974				
Kjøp av langsiktige investeringer		-150	-102		
Netto kontantstrøm brukt i investeringsaktiviteter	-7985	-147984	10196	-129087	13878
FINANSIERINGSAKTIVITETER					
Finansieringskostnader	-1527	-2585	-929	-1767	-2031
Rentekostnader	0	-31950	-23850	-26200	-20522
Tilbakekjøp av aksjer	-15889			-2465	-4154
Dividende utbetalinger	-347074		-57432	-50312	-22
Nedbetaling leasingkontrakter	-10920	-7432	-7909	-6835	-6255
Nedbetaling langsiktig gjeld	-385371	-93686	-192551	-60837	-127864
Nedbetaling konvertible obligasjoner	-8463	-72115	0	0	-7700
Ny langsiktig gjeld	333742	141702	205787	93125	11250
Gevinst på utstedelse av aksjer	1314	108003	0	0	0
Opgjør aksjeopsjoner	-2430	0	0	0	0
Netto kontantstrøm brukt på finansieringsaktiviteter	-436618	41937	-76884	-55291	-157298
Netto endring i betalingsmidler	-250243	40112	98546	-52761	-22366
Kontanter ved årets begynnelse	291023	40780	80892	179438	126677
Kontanter ved årets slutt	40780	80892	179438	126677	104311

Vedlegg 2 Månedsavkastning og regresjon

Dato	MSCI World Index	Avkastning	Golden Ocean	Avkastning
04.01.2010	1 189,393		11,50	
04.02.2010	1 106,372	-7,0 %	10,38	-9,7 %
04.03.2010	1 155,596	4,4 %	11,97	15,3 %
06.04.2010	1 218,120	5,4 %	11,66	-2,6 %
04.05.2010	1 171,397	-3,8 %	11,56	-0,9 %
04.06.2010	1 060,272	-9,5 %	9,78	-15,4 %
05.07.2010	1 033,739	-2,5 %	7,55	-22,9 %
04.08.2010	1 152,498	11,5 %	8,95	18,6 %
03.09.2010	1 131,487	-1,8 %	8,91	-0,5 %
04.10.2010	1 175,345	3,9 %	8,20	-7,9 %
04.11.2010	1 263,411	7,5 %	8,56	4,3 %
03.12.2010	1 247,148	-1,3 %	8,50	-0,6 %
04.01.2011	1 289,261	3,4 %	8,17	-3,9 %
04.02.2011	1 331,653	3,3 %	7,28	-10,9 %
04.03.2011	1 348,436	1,3 %	6,95	-4,5 %
04.04.2011	1 345,622	-0,2 %	7,03	1,2 %
04.05.2011	1 371,363	1,9 %	5,97	-15,1 %
03.06.2011	1 320,113	-3,7 %	5,14	-13,8 %
04.07.2011	1 348,178	2,1 %	5,49	6,8 %
04.08.2011	1 208,397	-10,4 %	4,13	-24,7 %
05.09.2011	1 153,568	-4,5 %	4,04	-2,4 %
04.10.2011	1 074,496	-6,9 %	3,71	-8,2 %
04.11.2011	1 203,067	12,0 %	4,30	16,0 %
05.12.2011	1 199,331	-0,3 %	4,05	-5,8 %
04.01.2012	1 203,620	0,4 %	3,98	-1,8 %
03.02.2012	1 273,743	5,8 %	5,08	27,6 %
05.03.2012	1 292,050	1,4 %	5,14	1,2 %
04.04.2012	1 291,811	0,0 %	5,25	2,1 %
04.05.2012	1 264,985	-2,1 %	5,05	-3,8 %
04.06.2012	1 151,206	-9,0 %	4,06	-19,6 %
04.07.2012	1 250,168	8,6 %	4,08	0,5 %
03.08.2012	1 259,650	0,8 %	4,51	10,5 %
04.09.2012	1 274,653	1,2 %	3,99	-11,5 %
04.10.2012	1 329,005	4,3 %	4,24	6,3 %
05.11.2012	1 303,371	-1,9 %	4,28	0,9 %
04.12.2012	1 314,017	0,8 %	4,10	-4,2 %
28.12.2012	1 326,835	1,0 %	3,94	-3,9 %
	Gj.snitt	0,44 %		

SUMMARY OUTPUT								
<i>Regression Statistics</i>								
Multiple R	0,68880871							
R Square	0,47445744							
Adjusted R S	0,45900031							
Standard Error	0,08263367							
Observations	36							
ANOVA								
	<i>df</i>	<i>SS</i>	<i>MS</i>	<i>F</i>	<i>Significance F</i>			
Regression	1	0,2095957	0,2095957	30,695046	3,4098E-06			
Residual	34	0,232163	0,00682832					
Total	35	0,4417587						
	<i>Coefficients</i>	<i>tandard Error</i>	<i>t Stat</i>	<i>P-value</i>	<i>Lower 95%</i>	<i>Upper 95%</i>	<i>Lower 95,0%</i>	<i>Upper 95,0%</i>
Intercept	-0,02952213	0,01382092	-2,13604741	0,03995923	-0,05760962	-0,00143465	-0,05760962	-0,00143465
X Variable 1	1,45141413	0,2619734	5,54031101	3,4098E-06	0,91902012	1,98380814	0,91902012	1,98380814

Vedlegg 3 Fremtidsregnskap

	2012	2013e	2014e	2015e
(beløp i tusen USD)				
Kjernerdriftsinntekter	229840	230713	231590	232470
SUM Kjernerdriftsinntekter	229840	230713	231590	232470
Transportkostnad og kommisjoner	-37054	-34894	-33495	-32473
Kostnader til drift av skip	-41468	-41605	-41742	-41880
Kostnader til leie av charter	-29747	-29860	-29974	-30087
Administrative kostnader	-13207	-13207	-13207	-13207
Avskrivninger og amortiseringer	-35792	-36866	-37972	-39111
Nedskrivning varige driftsmidler	-30288	-30288	-30288	-30288
Annet	-1720	-1720	-1720	-1720
SUM Kjernerdriftskostnader	-189276	-188439	-188397	-188766
SUM Kjernerdriftsresultat før skatt	40564	42274	43193	43704
Skatt	-67	-81,8	-81,8	-81,8
Kjernerdriftsresultat etter skatt	40497	42192	43111	43622
<i>Operasjonelle eiendeler</i>				
Varige driftsmidler	867816	893850	920666	948286
Andre langsiktige fordringer	8026	8588	9189	9832
Investeringer og fordringer JV	1248	1248	1248	1248
Kundefordringer	14677	14731	14786	14841
Refunderbart avdrag på skipskanselleringer	100325	100325	100325	100325
Inventar	5750	5750	5750	5750
SUM operasjonelle eiendeler	997842	1024493	1051964	1080282
<i>Operasjonell gjeld</i>				
Leasing forpliktelser (kortsiktig)	6837	7179	7538	7915
Gjeld tilknyttede selskap	1328	1328	1328	1328
Leverandørgjeld	42710	42872	43035	43199
Leasing forpliktelser (langsiktig)	118055	122777	127688	132796
SUM operasjonell gjeld	168930	174156	179589	185237
Netto operasjonelle eiendeler (NOA)	828912	850336	872374	895044
ReOI		-8620	-9014	-9854
Diskonteringsrate (6,13%)		1,0613	1,1264	1,1954
Nåverdi av ReOI		-8122	-8003	-8244
Total nåverdi av ReOI	-24369			
Horisontverdi (CV)				0
Nåverdi av horisontverdi (PV of CV)	0			
Selskapsverdi (EV)	804543			
Netto finansiell gjeld (NFO)	290615			
Verdi av egenkapital (CSE)	513928			
Antall aksjer (i tusen)	447261,796			
Verdi per aksje i USD	1,15			
Valutakurs	5,8			
Verdi per aksje NOK	6,66			